

**PENGARUH VISIBILITAS OBLIGASI,  
PERBEDAAN OPINI, DAN ASIMETRI  
INFORMASI TERHADAP LIKUIDITAS  
OBLIGASI YANG TERDAFTAR DI BURSA  
EFEK INDONESIA**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**ALDO PRAMANA**  
**NIM. C2C606007**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2010**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Aldo Pramana  
Nomor Induk Mahasiswa : C2C606007  
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH VISIBILITAS  
OBLIGASI, PERBEDAAN OPINI,  
DAN ASIMETRI INFORMASI  
TERHADAP LIKUIDITAS  
OBLIGASI YANG TERDAFTAR DI  
BURSA EFEK INDONESIA**

Dosen Pembimbing : Dr. H. Agus Purwanto, SE., M.Si., Akt.

Semarang, 22 September 2010

Dosen Pembimbing,



(Dr. H. Agus Purwanto, SE., M.Si., Akt.)  
NIP. 19680827 199202 1001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Mahasiswa : Aldo Pramana

Nomor Induk Mahasiswa : C2C606007

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH VISIBILITAS  
OBLIGASI, PERBEDAAN OPINI,  
DAN ASIMETRI INFORMASI  
TERHADAP LIKUIDITAS OBLIGASI  
YANG TERDAFTAR DI BURSA  
EFEK INDONESIA**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 6 Oktober 2010**

Tim Penguji

1. Dr. H. Agus Purwanto, SE., M.Si., Akt. (.....)

2. Daljono, SE., M.Si., Akt. (.....)

3. Andri Prastiwi, SE., M.Si., Akt. (.....)

## **PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI**

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, ALDO PRAMANA, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: PENGARUH VISIBILITAS OBLIGASI, PERBEDAAN OPINI, DAN ASIMETRI INFORMASI TERHADAP LIKUIDITAS OBLIGASI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 22 September 2010

Yang membuat pernyataan,



(ALDO PRAMANA)

NIM. C2C606007

## **ABSTRACT**

*This research aimed to analyze the liquidity factor in bond trading transaction reports berikupon corporate bonds remain. Bond liquidity factors which are used among other things a proxy for visibility bonds bonds age, size of the bond, and bond market capitalization; differences of opinion proxy for bond rating, and a proxy for information asymmetry, bid-ask.*

*Population from this research are all companies that issue bonds fixed rate listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2009. The total sample was 49 companies that are determined through purposive sampling. Data obtained from the Indonesian Bond Market Directory 2009. This research analyzes the bond trading transaction reports berikupon companies keep using content analysis. Data analysis was performed with the classical assumption and hypothesis testing using linear regression.*

*Results from this study show that the age factor has a significant bond on the liquidity of bonds.*

**Keywords:** *Bond liquidity, the visibility of bonds, the difference in opinions, and information asymmetry.*

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor likuiditas obligasi pada laporan transaksi perdagangan obligasi perusahaan yang berkupon tetap. Faktor-faktor likuiditas obligasi yang digunakan antara lain visibilitas obligasi yang diproksi dengan umur obligasi, ukuran obligasi, dan kapitalisasi pasar obligasi; perbedaan opini yang diproksi dengan *rating* obligasi; dan asimetri informasi yang diproksi dengan *bid-ask*.

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan yang menerbitkan obligasi berkupon tetap yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009. Total sampel penelitian adalah 49 perusahaan yang ditentukan melalui *purposive sampling*. Data diperoleh dari *Indonesia Bond Market Directory* 2009. Penelitian ini menganalisis pada laporan transaksi perdagangan obligasi perusahaan yang berkupon tetap dengan metode *content analysis*. Analisis data dilakukan dengan uji asumsi klasik dan pengujian hipotesis dengan metode regresi linear berganda.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa faktor umur obligasi berpengaruh signifikan terhadap likuiditas obligasi.

Kata kunci: Likuiditas obligasi, visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi.

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillahahirabbil ‘Aalamiin.. Segala Puji Syukur bagi Allah SWT, atas segala Rahmat dan Hidayah-Nya yang selalu tercurah, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “*PENGARUH VISIBILITAS OBLIGASI, PERBEDAAN OPINI, DAN ASIMETRI INFORMASI TERHADAP LIKUIDITAS OBLIGASI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA*”. Penulisan skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi persyaratan untuk menyelesaikan studi sarjana S-1 Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini tidak mungkin terselesaikan dengan baik tanpa adanya dukungan, bimbingan, bantuan, serta doa dari berbagai pihak selama penyusunan skripsi ini. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis dengan ketulusan hati mengucapkan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada:

1. Bapak Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi yang telah memberikan kesempatan bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
2. Bapak Drs. Sudarno, M.Si., Akt., Ph.D selaku Ketua Jurusan Akuntansi Reguler 2 yang selalu memberikan nasehat dan motivasi
3. Bapak Anis Chariri, SE., M.Com., Ph.D., Akt selaku Dosen Wali yang selalu memberikan nasehat dan motivasi.

4. Bapak Dr. H. Agus Purwanto, SE., M.Si., Akt selaku dosen pembimbing yang telah memberikan waktu dan segenap tenaga serta saran dan dukungan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
5. Papa dan Mama tercinta yang selalu memberikan doa, materi dan motivasi yang tak pernah terputus. Sungguh tanpa kalian aku ini bukanlah apa-apa, terima kasih untuk setiap cucuran keringat kalian.
6. Seluruh staf pengajar, Bapak dan Ibu dosen, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan bekal ilmu yang sangat bermanfaat bagi penulis.
7. Seluruh staf karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan pelayanan yang terbaik kepada mahasiswa.
8. Pacarku Dellia Rosvita yang selalu memberi semangat, dukungan, doa, perhatian dan menemani disaat susah dan senang, tempatku meluapkan keluh kesah.
9. Kak Ria, Kak Meutia atas dukungan dan doanya selama ini, semoga kita bisa membahagiakan orang tua kita.
10. Keluarga besarku yang di Palembang, terima kasih atas doanya. Maaf ya belum bisa pulang ke Palembang
11. Sahabat-sahabatku Waryanto, Rezkhy Noverio, dan Dimas Kusuma Adi, kalian telah banyak memberikan inspirasi dan motivasi dalam hidupku, semoga kita bisa sukses dunia dan akhirat.
12. Teman-teman di Kos Putera “Rumah Laron”: Kusma”Kuskus”, Bayu”Bakong”, Allan”si baja hitam”, Junot, Arif”ucil”, Dimas”bewok”,



terimakasih atas kebersamaan menjadi penghuni rumah yang elit dan panas,  
tetap ingat “*gak semua yang Lo denger itu bener!*”

13. Teman-teman seperjuangan dan satu bimbingan Femega, dan Mbak Malika yang bisa menjadi tempat untuk berdiskusi, komunikasi dan saling support tentang masalah skripsi kita.
14. Seluruh teman-teman Akuntansi angkatan 2006 khususnya kelas A, terima kasih atas persahabatan, kekeluargaan, dan kebersamaannya selama di bangku kuliah. Mari kita berjuang pada level hidup yang lebih berat, semoga kita semua Sukses. Berbagi info untuk berbisnis dan *job vacancy*, *keep contact ya prend...*
15. Serta semua pihak yang telah membantu dalam proses penulisan skripsi ini yang tidak bisa disebutkan satu per satu.

Semarang, September 2010

Penulis

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

### **Motto:**

*“...Sesungguhnya Allah tidak akan merubah keadaan (nasib) suatu Kaum, sehingga mereka merubah keadaan yang ada pada diri mereka sendiri...” (QS. Ar Ra’d : 11)*

*“...Sesungguhnya jika kamu bersyukur, pasti Aku akan menambah (ni’mat) kepadamu, dan jika kamu mengingkari (ni’mat-Ku), maka sesungguhnya Azab-Ku sangatlah pedih” (QS. Ibrahim : 7)*

*“Seimbanglah dalam segala hal, karena dengan keseimbangan semua menjadi indah dan nikmat...”*

### ***Skripsi ini kupersembahkan untuk:***

- *Papa dan Mamaku tercinta atas segala cucuran peluh dan air mata, tak henti membimbingku dalam setiap langkah dan doa...*
- *Kakak-kakakku tersayang yang memberikan banyak inspirasi...*
- *Sahabat, Kekasih, dan Saudara yang telah memberi semangat, nasihat dan motivasi dalam hidupku...*

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN .....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iv
ABSTRACT .....	v
ABSTRAK .....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN .....	x
DAFTAR TABEL .....	xiii
DAFTAR GAMBAR .....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN .....	xv
BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	12
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	13
1.4 Sistematika Penulisan .....	14
BAB II TINJAUAN PUSTAKA .....	16
2.1 Landasan Teori .....	16
2.1.1 Teori Agensi .....	16
2.1.2 Investasi .....	19
2.1.3 Obligasi .....	21
2.1.4 Risiko-risiko dalam Investasi Obligasi .....	25
2.1.5 Likuiditas Obligasi .....	27
2.1.6 Faktor yang Mempengaruhi Likuiditas Obligasi .....	29
2.2 Penelitian Terdahulu .....	32
2.3 Kerangka Pemikiran .....	33
2.4 Hipotesis .....	35
2.4.1 Visibilitas Obligasi .....	35
2.4.1.1 Umur Obligasi .....	35
2.4.1.2 Ukuran Obligasi .....	37
2.4.1.3 Kapitalisasi Pasar Obligasi .....	38
2.4.2 Perbedaan Opini .....	40
2.4.2.1 Rating Obligasi .....	41
2.4.3 Asimetri Informasi .....	46
2.4.3.1 Bid-Ask .....	46
BAB III Metode Penelitian .....	51
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	51
3.1.1 Variabel Terikat (Dependen) .....	51
3.1.2 Variabel Bebas (Independen) .....	51
3.2 Populasi dan Sampel .....	54
3.3 Jenis dan Sumber Data .....	55
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	55
3.5 Metode Analisis Data .....	56

3.5.1	Uji Asumsi Klasik .....	56
3.5.1.1	Uji Normalitas .....	56
3.5.1.2	Uji Multikolinearitas .....	57
3.5.1.3	Uji Heteroskedastisitas .....	57
3.5.2	Analisis Regresi Berganda .....	58
3.5.3	Pengujian Hipotesis .....	59
3.5.3.1	Uji F (F test) .....	60
3.5.3.2	Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	61
3.5.3.3	Uji t (t test) .....	61
BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN .....	63
4.1	Deskripsi Objek Penelitian .....	63
4.2	Analisis Data .....	64
4.2.1	Statistik Deskriptif .....	64
4.2.2	Hasil Uji Asumsi Klasik .....	67
4.2.2.1	Hasil Uji Normalitas .....	67
4.2.2.2	Hasil Uji Multikolinearitas .....	70
4.2.2.3	Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	71
4.2.3	Hasil Pengujian Hipotesis .....	72
4.2.3.1	Hasil Uji F (F test) .....	72
4.2.3.2	Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	73
4.2.3.3	Hasil Uji t (t test) .....	74
4.3	Interpretasi Hasil .....	77
4.3.1	Likuiditas Obligasi .....	77
4.3.2	Pengaruh Umur Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi .....	78
4.3.3	Pengaruh Ukuran Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi .....	79
4.3.4	Pengaruh Kapitalisasi Pasar Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi .....	80
4.3.5	Pengaruh <i>Rating</i> Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi .....	81
4.3.6	Pengaruh <i>Bid-Ask</i> terhadap Likuiditas Obligasi .....	82
BAB V	PENUTUP .....	84
5.1	Simpulan .....	84
5.2	Keterbatasan Penelitian .....	85
5.3	Saran .....	86
DAFTAR PUSTAKA	.....	87
LAMPIRAN	.....	90

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 <i>Rating</i> Obligasi .....	43
Tabel 4.1 Ringkasan Perolehan Sampel Penelitian .....	63
Tabel 4.2 Stastistik Deskriptif .....	64
Tabel 4.3 Stastistik Deskriptif setelah Mengeluarkan Outlier .....	65
Tabel 4.4 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov .....	69
Tabel 4.5 Hasil Uji Multikolinearitas .....	70
Tabel 4.6 Hasil Uji F (F test) .....	72
Tabel 4.7 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	73
Tabel 4.8 Hasil Uji t .....	74

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Skema Kerangka Pemikiran .....	34
Gambar 4.1 Grafik Histogram Uji Normalitas .....	68
Gambar 4.2 Grafik Normal P-P Plot Uji Normalitas .....	69
Gambar 4.3 Grafik Scatterplot Uji Heteroskedastisitas .....	71

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Daftar Perusahaan Sampel Penelitian Awal .....	91
Lampiran B Daftar Perusahaan Sampel Penelitian Setelah Mengeluarkan Outlier .....	94
Lampiran C Tabel Induk Penelitian .....	97
Lampiran D Hasil Pengolahan Data Dengan SPSS 17.0 .....	102
Lampiran E Hasil Pengolahan Data Dengan SPSS 17.0 Setelah Mengeluarkan Outlier .....	106

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta (Husnan, 1994). Pasar modal telah menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari kegiatan ekonomi di berbagai negara. Perkembangan pasar modal yang pesat memiliki peran penting dalam meningkatkan pertumbuhan perekonomian karena pasar modal memiliki dua fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Ang, 1997). Dalam melaksanakan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang surplus dana kepada pihak yang membutuhkan dana. Sementara dalam melaksanakan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang dibutuhkan oleh pihak yang memerlukan dana, dan pihak yang memiliki kelebihan dana dapat ikut terlibat dalam kepemilikan perusahaan tanpa harus menyediakan aktiva riil yang diperlukan untuk melakukan investasi (Bachri, 1997 dikutip oleh Krisnilasari, 2007).

Kehadiran pasar modal sangat penting bagi perusahaan dan investor. Perusahaan sebagai pihak yang membutuhkan dana dapat menghimpun dana melalui pasar modal dengan menjual sahamnya kepada publik atau menerbitkan surat hutang (obligasi), sedangkan investor sebagai pihak yang memiliki dana dapat mempergunakan pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi guna



memperoleh keuntungan. Perusahaan yang menjual sahamnya kepada masyarakat melalui pasar modal dapat memberikan imbal hasil berupa dividen atau dapat memberikan bunga berupa kupon apabila menerbitkan obligasi. Namun tentu saja sebelum melakukan penjualan saham ataupun menerbitkan obligasi, perusahaan perlu melakukan perhitungan terlebih dahulu dengan membandingkan berbagai alternatif yang dapat ditempuh sebagai sumber pendanaan perusahaan karena setiap kebijakan yang ditempuh akan memberikan keuntungan dan kerugian (Hartono, 1998).

Selain bermanfaat bagi perusahaan, pasar modal juga akan bermanfaat bagi pihak-pihak yang memiliki kelebihan dana yang berkeinginan menginvestasikan dana tersebut ke instrumen investasi yang telah ada pada saat ini. Para pihak yang memiliki kelebihan dana tersebut atau seringkali disebut dengan investor, dapat memanfaatkan pasar modal sebagai sarana untuk menyalurkan dana yang menganggur, sehingga diperoleh tambahan penghasilan berupa perolehan investasi, dalam bentuk peningkatan nilai modal (*capital gain*) dan laba hasil usaha yang dibagikan (dividen) untuk investasi di pasar saham dan bunga (*coupon*) untuk investasi di pasar obligasi (Krisnilasari, 2007).

Obligasi adalah efek pendapatan tetap yang diperdagangkan di masyarakat dimana penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali jumlah pokoknya pada jatuh tempo (Ang, 1997). Penerbit obligasi bisa perusahaan swasta, BUMN, atau pemerintah baik pemerintah pusat maupun daerah (Krisnilasari, 2007). Salah satu jenis obligasi yang diperdagangkan di pasar modal saat ini adalah obligasi kupon

(coupon bond) dengan tingkat bunga tetap (fixed) selama masa berlaku obligasi (Astuti, 2003). Obligasi merupakan janji pihak penerbit kepada pihak pembeli obligasi untuk membayar sejumlah bunga dalam periode waktu tertentu dan membayar nilai nominal obligasi pada waktu jatuh tempo.

Penerbitan obligasi merupakan salah satu keputusan penting yang diambil oleh pengelola perusahaan dalam rangka mendapatkan modal untuk kebutuhan usahanya. Dalam prakteknya, pengelola perusahaan akan membandingkan berbagai alternatif yang ada untuk memperoleh dana yang dibutuhkan perusahaan. Pada saat suku bunga (SBI/BI rate) turun maka mereka akan cenderung memilih untuk menerbitkan obligasi karena biaya modalnya relatif lebih kecil dibandingkan menjual sahamnya yang memiliki potensi menyebabkan penurunan kepemilikannya karena dijual ke publik (Krisnilasari, 2007). Pertimbangan utama yang mendasari pemilihan perusahaan swasta untuk menerbitkan obligasi sebagai alternatif pendanaan jangka panjang karena tingkat bunga obligasinya lebih rendah daripada tingkat bunga pinjaman bank (Nurfauziah dan Setyarini, 2004).

Brigham (1996) dalam Krisnilasari (2007) menyatakan bahwa terdapat beberapa keuntungan bagi perusahaan dalam menggunakan hutang jangka panjang (obligasi) yaitu: (1) biaya modal setelah pajak yang rendah, (2) bunga yang dibayarkan merupakan pengurang pajak penghasilan, (3) melalui financial leverage dimungkinkan laba per lembar saham akan meningkat, (4) kontrol terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham tidak mengalami perubahan.

Husnan (1998) mengilustrasikan bahwa sumber pencarian dana melalui obligasi akan lebih menguntungkan dibanding melalui lembaga perbankan.

Husnan (1998) mencontohkan, bahwa jika perusahaan meminjam dari bank, perusahaan mungkin harus membayar bunga 18% pertahun. Perusahaan dapat menerbitkan obligasi dengan *coupon rate* hanya 15% pertahun dan terjual dengan harga sama dengan nilai nominal, maka perusahaan dapat menghemat biaya dana (*cost of debt*) sebesar 3%. Pembeli obligasi yakni investor memperoleh manfaat karena mereka dapat memperoleh keuntungan sebesar 15% pertahun. Tingkat bunga ini lebih besar daripada tingkat bunga deposito (13%). Tetapi investasi obligasi tidak lagi menarik manakala *coupon rate* lebih rendah dari tingkat bunga deposito karena *coupon rate* obligasi bersifat fluktuatif apabila jenis obligasi suku bunga mengambang (*floating rate*).

Disamping adanya alasan mengenai kepastian akan *return* yang diterima dan juga tingkat risiko yang rendah, ada beberapa alasan lain yang mendukung mengapa para investor memilih investasi pada obligasi. Faerber (2000) menyatakan bahwa investor memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu: (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi, sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham, dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*), sehingga obligasi lebih memberikan jaminan dibanding saham.

Investor yang membeli obligasi perusahaan (*corporate bond*) tentunya akan memperoleh keuntungan atau *yield*. Namun demikian pemilihan obligasi tentunya tetap mengacu pada preferensi investor untuk lebih memilih tingkat *yield* yang lebih tinggi yang dihasilkan obligasi perusahaan dan juga keadaan di

lapangan yang jarang mengindikasikan adanya risiko gagal bayar pada perusahaan yang menerbitkan obligasi.

Preferensi investor ini juga didukung oleh alasan adanya *rating* yang dimiliki oleh setiap perusahaan emiten yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat efek seperti Moody's, Standard & Poor, Kaznic maupun PEFINDO yang ada di Indonesia. Peran peringkat obligasi menjadi penting karena memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang profitabilitas *default* utang perusahaan. Kualitas suatu obligasi dapat dimonitor dari informasi peringkatnya (Almilia dan Devi, 2007). Semakin tinggi peringkat, semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default* (Setyapurnama dan Vianey, 2005).

Berdasarkan perkembangan perdagangan pasar obligasi tersebut, tentunya perlu diketahui bagaimana sebenarnya persepsi investor selama melakukan investasi pada obligasi perusahaan. Persepsi investor terhadap obligasi perusahaan dapat dicerminkan oleh likuiditas dari suatu obligasi perusahaan. Likuiditas surat berharga dapat diukur dari besar kecilnya volume perdagangan surat berharga tersebut. Likuiditas obligasi menjadi suatu hal yang menarik untuk diteliti lebih lanjut karena likuiditas dapat menjadi cerminan dari pertimbangan investor untuk berinvestasi pada obligasi perusahaan. Pada umumnya obligasi yang diterbitkan di Indonesia dicatat pada Bursa Efek Indonesia yang transaksinya umumnya masih terjadi secara OTC (*over-the-counter market*).

Likuiditas menunjukkan kemampuan untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu secara cepat (*marketability*) dan pada harga yang tidak

terlampau berbeda dengan harga sebelumnya, dengan asumsi tidak ada informasi baru yang timbul (*Price Continuity*). Dalam pasar modal yang likuid, penjualan suatu sekuritas dapat dilaksanakan dengan cepat tanpa menimbulkan *execution cost*. (Woodley, 2007).

Likuiditas merupakan suatu pertimbangan penting bagi investor dan penerbit. Investor bersedia membayar premi untuk aset yang lebih likuid, sehingga berdampak pada keamanan pengembalian dan biaya modal bagi perusahaan (Amihud dan Mendelson (1986, 1991); Brennan dan Subrahmanyam (1996); Longstaff, dkk (2005) dalam Woodley (2007)). Perdagangan yang lebih sering menghasilkan lebih banyak informasi digabungkan kedalam harga sekuritas, membuat pasar lebih likuid secara informational efisien (Holmstrom dan Tirole, 1993 dikutip oleh Woodley, 2007).

Dalam perdagangan sekuritas, investor yang berkeinginan untuk membeli atau menjual sesuai dengan harga yang diinginkan tidaklah selalu memperoleh harapan tersebut secara simultan, keinginan investor tersebut teralirkan dalam waktu yang cukup lama pada harga pasar yang sebenarnya (*market-clearing price* atau *true price*) (Hamilton, 1991 dikutip oleh Fatmawati dan Asri, 1999). Oleh karena itu, *market makers* baik *dealer* maupun *broker* berusaha untuk mengatasi adanya ketidaksamaan tersebut terhadap *order* investor. *Dealer* dan *broker* dapat dikatakan sebagai perantara perdagangan sekuritas yang dilakukan individu secara tidak langsung. *Broker* akan melakukan transaksi atas nama investor untuk mendapatkan komisi. Sedangkan *dealer* melaksanakan transaksi untuk memperoleh keuntungan sendiri. *Market makers* memperoleh kompensasi karena

aktivitasnya membeli dilakukan pada saat harga beli (*bid price*) lebih rendah daripada *true price* dan menjual saham atau obligasi pada saat harga jual (*ask price*) lebih tinggi dari *true price* (Stoll, 1989 dikutip oleh Fatmawati dan Asri, 1999). Perbedaan antara *bid price* dan *ask price* disebut dengan *bid-ask spread* (Jaffe dan Winkler, 1976 dikutip oleh Fatmawati dan Asri, 1999). Jadi, dapat dilihat juga bahwa obligasi yang dilakukan oleh *market makers* memperoleh kompensasi dari aktivitasnya membeli obligasi pada saat harga beli (*bid price*) lebih rendah daripada *true price* dan menjual obligasi pada saat harga jual lebih tinggi dari *true price*. Perbedaaan antara *bid price* dan *ask price* disebut dengan *bid-ask*.

Ukuran umum dari asimetri informasi dalam pasar modal adalah *bid-ask*. Barclay, dkk (1998) dan Chordia, dkk (2000) dalam Woodley (2007) mendokumentasi korelasi negatif antara *bid-ask spread* dengan volume perdagangan, sementara Amihud dan Mendelson (1986), Atkins dan Dyl (1997), dan Grullon, dkk (2004) (dikutip oleh Woodley, 2007) menunjukkan bahwa ada korelasi negatif antara *bid-ask spread* dan *turnover*. Untuk memperluas *bid-ask* atas asimetri informasi mengenai perusahaan, *bid-ask* ekuitas permintaan harus memiliki jumlah asimetris informasi tentang utang perusahaan juga. Perusahaan dengan ekuitas yang lebih besar dari *bid-ask* diharapkan memiliki penurunan aktivitas perdagangan di pasar obligasi. Sehingga dengan adanya asimetri informasi yang diproksi dari *bid-ask* bisa mempengaruhi dari nilai yang dimiliki oleh *bid-ask* tersebut karena dengan adanya perbedaan informasi yang di dapat

dari *agent* dengan *principal* bisa memanipulasi nilai dari *bid-ask* yang dilakukan *agent* untuk menarik para investor.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas obligasi perusahaan masih jarang dilakukan di Indonesia. Hal ini bisa dimaklumi karena instrumen obligasi di Indonesia masih terbilang baru, dan juga transparansi serta pelaporan mengenai transaksi yang dilakukan oleh investor pada obligasi perusahaan dalam pasar obligasi tidak dipublikasikan secara umum kepada masyarakat layaknya pasar saham ataupun laporan keuangan (terjadi secara *over-the-counter market*). Direktori mengenai pasar obligasi pun baru ada mulai tahun 2008. Selain adanya berbagai fenomena yang terjadi di lapangan, berbagai penelitian yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu dari pihak asing maupun dari dalam negeri masih terdapat inkonsistensi hasil-hasil penelitian.

Sebaliknya, literatur tentang likuiditas pasar obligasi perusahaan jarang memberikan kejutan. Perkembangan yang masih tertinggal dari literatur likuiditas obligasi perusahaan disebabkan oleh kurangnya data yang tersedia. Mayoritas aktivitas pasar perdagangan obligasi perusahaan terjadi secara *over-the-counter market* yang artinya pasar bursa dimana harga dari sekuritas ditentukan dengan cara negosiasi (tawar-menawar) antara investor dan dealer yang dihubungkan melalui jaringan komunikasi dimana *over-the-counter market* tidak mempunyai suatu tempat tertentu untuk perdagangan sekuritas seperti hall pada bursa efek (Ang, 1997), hal ini berarti sistem pelaporan pada *over-the-counter market* bersifat sukarela dan informasi sistem ini hanya terbatas untuk kepentingan sendiri yang transaksinya tidak dipublikasikan secara umum kepada masyarakat

sehingga catatan transaksi melalui *over-the-counter market* tidak tercatat di bursa efek utama yang mengakibatkan transaksi yang terjadi tidak resmi karena ada transaksi yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Akibatnya, pekerjaan sebelumnya telah difokuskan pada segmen kecil pasar dengan beberapa data yang tersedia termasuk transaksi perusahaan asuransi, hasil obligasi tinggi, dan catatan jangka menengah penerbitan baru.

Woodley (2007) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas obligasi perusahaan dan menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan bergantung pada visibilitas obligasi, pendapat opini, dan asimetri informasi. Dimana visibilitas obligasi yang diproksi dengan umur penerbitan, ukuran penerbitan, kapitalisasi pasar, dan penerbitan outstanding; perbedaan opini yang diproksi dengan perkiraan analisis dispersi, peringkat kredit, dan beta; dan asimetri informasi yang diproksi dengan analisis ekuitas, rating S&P, industri teknologi tinggi, dan *bid-ask spread*. Hasil dari penelitian Woodley (2007) membuktikan bahwa umur penerbitan, ukuran penerbitan, kapitalisasi pasar, penerbitan outstanding, peringkat kredit, beta, analisis ekuitas, rating S&P, dan *bid-ask spread* berpengaruh terhadap likuiditas obligasi, sedangkan perkiraan analisis dispersi dan industri teknologi tinggi tidak berpengaruh terhadap likuiditas obligasi.

Sedangkan penelitian ini yang mengacu pada penelitian Woodley (2007) dalam menguji faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas obligasi bergantung pada visibilitas obligasi, perbedaan opini dan asimetri informasi. Dimana visibilitas obligasi yang diproksi dengan umur obligasi, ukuran obligasi, dan kapitalisasi pasar obligasi; perbedaan opini yang diproksi dengan *rating* obligasi;



dan asimetri informasi yang diproksi dengan *bid-ask*. Adapun perbedaan penelitian yang dilakukan Woodley (2007) dengan penelitian ini adalah pada penelitian ini menggunakan umur obligasi dengan melihat *term to maturity*, ukuran obligasi dengan melihat nilai par dari obligasi, kapitalisasi pasar obligasi dengan melihat harga obligasi dikalikan dengan jumlah obligasi yang diterbitkan, *rating* obligasi dengan melihat definisi yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO, dan *bid-ask* dengan menilai perbedaan harga penawaran beli tertinggi dengan harga permintaan jual terendah. Sedangkan pada penelitian Woodley (2007) menggunakan umur penerbitan dengan melihat jumlah obligasi setelah beredar pada hari pertama, ukuran penerbitan dengan melihat nilai par dari jumlah outstanding untuk obligasi pada hari pertama bulan tertentu, kapitalisasi pasar dengan melihat perusahaan menerbitkan obligasi pada hari pertama bulan tertentu, peringkat kredit dengan melihat peringkat kredit yang dikeluarkan oleh *Standard & Poor's Corporation*, dan *bid-ask spread* dengan melihat rata-rata ekuitas *bid-ask* dari perusahaan yang menerbitkan obligasi pada bulan tertentu.

Penelitian ini akan menggunakan data transaksi obligasi perusahaan untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas obligasi perusahaan. Secara khusus, penelitian ini mencoba untuk menentukan apakah perbedaan dalam aktivitas perdagangan obligasi perusahaan didorong oleh perbedaan dalam setiap visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi sebagaimana yang pernah diteliti oleh Woodley (2007). Penerbitan obligasi lebih terlihat ke pasar karena mereka baru-baru ini diterbitkan, dikeluarkan oleh perusahaan besar, atau bagian dari pengalaman penerbit yang memiliki *turnover* lebih besar.

Likuiditas obligasi diukur dengan menggunakan perdagangan obligasi perusahaan. Seperti halnya perdagangan dalam sekuritas, juga dapat dimotivasi oleh visibilitas dan informasi (Woodley, 2007). Investor memilih perdagangan untuk berbagai alasan. Untuk panduan analisis ini, dapat mengidentifikasi tiga pertimbangan utama untuk perdagangan: visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi. Woodley (2007) mengidentifikasi variabel penjelas untuk menguji dampak dari setiap motivasi potensial pada likuiditas obligasi yang diukur dengan volume perdagangan obligasi.

Obligasi terlihat memiliki *turnover* lebih besar dan probabilitas yang lebih tinggi dari perdagangan yang dilaksanakan pada waktu bulan tertentu, sementara penerbitan obligasi yang lebih cenderung menjadi subjek asimetri informasi perdagangan kurang sering terlaksana dan jumlahnya lebih rendah. Selain itu, penerbitan obligasi tentang dimana pilihan investor lebih cenderung sering pada penyimpangan perdagangan. Secara kolektif hasil ini menyiratkan bahwa investor obligasi perusahaan cenderung berdagang dalam penerbitan obligasi yang terkenal atau penerbitan obligasi yang dianggap salah nilai, selama berada jauh dari penerbitan obligasi yang mungkin untuk menarik investor dengan informasi non publik (Woodley, 2007).

Penelitian yang dilakukan oleh Houweling, et al. (2003) yang meneliti mengenai hubungan beberapa faktor dengan likuiditas obligasi. Beberapa variabel yang diteliti adalah jumlah obligasi yang diterbitkan, kupon, harga yang hilang, volatilitas harga, jumlah kontronusi dan dispersi yield. Berdasarkan hasil penelitian diperoleh variabel jumlah obligasi yang diterbitkan, kupon, harga yang

hilang dan dispersi yield sedangkan volatilitas harga dan jumlah kontronusi tidak memiliki hubungan yang signifikan.

Penelitian Wang (2009) yang menguji hubungan antara likuiditas obligasi dengan *bid-ask spread* obligasi mendapatkan bahwa likuiditas obligasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *spread* obligasi. Namun demikian, pengaruh *bid-ask* terhadap likuiditas obligasi belum diteliti.

Penelitian Choudhry (2009) mendapatkan bahwa likuiditas pasar dapat dipengaruhi oleh tingkat *spread*, volatilitas pasar, dan penerbitan obligasi benchmark. Pada waktu ada koreksi pasar atau ketidakstabilan, otoritas akan mempertimbangkan faktor-faktor tersebut dalam pengambilan kebijakan pasarnya.

Penelitian ini mengacu pada model penelitian yang dilakukan oleh Woodley (2007) yaitu dengan mempertimbangkan bahwa volume perdagangan obligasi dapat dipengaruhi oleh visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi. Atas dasar pertimbangan mengenai penelitian Woodley (2007) tersebut serta adanya fenomena-fenomena yang terjadi di dalam pasar obligasi di Indonesia mengenai faktor yang berpengaruh terhadap likuiditas obligasi. Dengan demikian, penulis bermaksud untuk melakukan penelitian dengan judul **“Pengaruh Visibilitas Obligasi, Perbedaan Opini, dan Asimetri Informasi terhadap Likuiditas Obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia”**

## 1.2 Rumusan Masalah

Penelitian mengenai obligasi dirasakan masih terbatas apabila dibandingkan dengan penelitian mengenai saham di Indonesia. Padahal saat ini

instrumen obligasi mulai marak dijual dan diperdagangkan di Indonesia. Sehingga perlu dilakukan penelitian yang secara khusus mengkaji obligasi. Oleh sebab itu dalam penelitian ini faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas obligasi yang dikaji adalah visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi, dengan menggunakan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian Woodley (2007). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah Umur Obligasi dapat mempengaruhi Likuiditas Obligasi?
2. Apakah Ukuran Obligasi dapat mempengaruhi Likuiditas Obligasi?
3. Apakah Kapitalisasi Pasar Obligasi dapat mempengaruhi Likuiditas Obligasi?
4. Apakah *Rating* Obligasi dapat mempengaruhi Likuiditas Obligasi?
5. Apakah *Bid-Ask* dapat mempengaruhi Likuiditas Obligasi?

### **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

Sesuai dengan rumusan masalah diatas, penelitian ini mempunyai tujuan secara umum untuk memverifikasi teori yang telah ada dalam menjelaskan mengenai hubungan antara visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi terhadap Likuiditas Obligasi. Secara khusus, penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh visibilitas obligasi yang diproksikan melalui Umur Obligasi, Ukuran Obligasi, dan Kapitalisasi Pasar Obligasi; pengaruh perbedaan opini yang diproksikan melalui *Rating* Obligasi; dan asimetri

informasi yang diprosikan melalui *Bid-Ask* terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini baik secara teoritis maupun praktis diharapkan dapat memberikan kegunaan bagi beberapa pihak antara lain:

1. Bagi investor, sebagai bahan acuan dan evaluasi dalam pengambilan keputusan investasi pada instrumen obligasi.
2. Bagi perusahaan, sebagai masukan dan bahan pertimbangan manajemen dalam mengambil keputusan keuangan yang berhubungan dengan kebijakan pendanaan melalui instrumen obligasi.
3. Bagi akademis, sebagai bahan pengetahuan dalam dunia pasar modal, khususnya terhadap instrumen obligasi yang ada di Indonesia.
4. Sebagai bahan referensi atau acuan bagi pihak-pihak yang akan melakukan penelitian lebih lanjut mengenai permasalahan ini.

#### **1.4 Sistematika Penulisan**

Penelitian ini terbagi menjadi lima bagian. Bagian pertama merupakan pendahuluan yang berisi tentang gambaran penelitian secara garis besar penelitian yang akan dilakukan. Bagian ini terdiri dari latar belakang masalah penelitian, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan.

Bagian yang kedua adalah tinjauan pustaka yang akan menguraikan mengenai teori-teori yang melandasi dan berkaitan dengan masalah yang diteliti. Dalam bagian ini juga dijelaskan mengenai penelitian terdahulu yang membantu menjelaskan mengenai permasalahan yang akan diteliti. Selain itu diuraikan juga

mengenai perumusan hipotesis penelitian yang akan diuji dan kerangka pemikiran yang dipergunakan untuk mempermudah dalam pemahaman penelitian ini.

Bagian yang ketiga dalam penelitian ini adalah metode penelitian yang berisi uraian mengenai metode yang digunakan dalam penelitian ini dan juga membahas mengenai variabel-variabel penelitian dan pengukurannya, penentuan populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data serta metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini.

Bagian keempat dalam penelitian ini adalah hasil dan pembahasan penelitian yang berisi tentang deskripsi objek penelitian, analisis data, interpretasi hasil dan argumentasi terhadap hasil penelitian. Sebelum dilakukan analisis data, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang dilakukan meliputi uji normalitas, multikolinearitas, dan heterokedastisitas. Setelah semua uji terpenuhi, baru dilakukan uji hipotesis.

Bagian kelima merupakan penutup dalam penelitian ini yang berisi tentang simpulan dari penelitian yang menjawab seluruh pertanyaan penelitian, keterbatasan penelitian, serta saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

## **BAB II**

### **TELAHAAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

##### **2.1.1 Teori Agensi (*Agency Theory*)**

Dalam rangka memahami konsep likuiditas obligasi, maka digunakanlah dasar perspektif hubungan keagenan. Hubungan keagenan merupakan hubungan antara dua pihak dimana salah satu pihak menjadi *agent* dan pihak yang lain bertindak sebagai *principal* (Hendriksen dan Van Breda, 2000). Hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut.

Eisenhardt (1989) dalam Isnanta (2008) menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia guna menjelaskan tentang teori agensi yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut, manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan adanya konflik kepentingan dalam hubungan keagenan. Terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan agen karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan prinsipal, sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*). Teori Agensi mampu

menjelaskan potensi konflik kepentingan diantara berbagai pihak yang berkepentingan dalam perusahaan tersebut. Konflik kepentingan ini terjadi dikarenakan perbedaan tujuan dari masing-masing pihak berdasarkan posisi dan kepentingannya terhadap perusahaan (Ibrahim, 2007). Sebagai agen, manajer bertanggung jawab secara moral untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik (*principal*), namun demikian manajer juga menginginkan untuk selalu memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak. Dengan demikian terdapat dua kepentingan yang berbeda di dalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki (Ali, 2002 dalam Isnanta, 2008).

Selain itu, Teori Agensi juga menjelaskan mengenai masalah asimetri informasi (*information asymmetric*). Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya. Kondisi ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (Hendriksen dan Van Breda, 2000).

Asimetri informasi antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) dapat memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan tindakan oportunistik seperti manajemen laba (*earnings management*) mengenai kinerja ekonomi perusahaan sehingga dapat merugikan pemilik (pemegang saham).



Manajer akan berusaha melakukan hal tersebut untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya tanpa persetujuan pemilik atau pemegang saham. Penelitian Richardson (1998) dalam Ujiyantho dan Pramuka (2007) menunjukkan adanya hubungan positif antara asimetri informasi dengan manajemen laba. Dalam hal ini berarti apabila manajer memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pemegang saham maka kecenderungan manajer untuk berbuat curang dengan praktik manajemen laba demi kepentingan pribadi akan semakin tinggi.

Dengan adanya masalah agensi yang disebabkan karena konflik kepentingan dan asimetri informasi ini, maka perusahaan harus menanggung biaya keagenan (*agency cost*). Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan biaya keagenan dalam tiga jenis yaitu:

1. Biaya monitoring (*monitoring cost*), merupakan biaya yang dikeluarkan untuk melakukan pengawasan terhadap aktivitas-aktivitas yang dilakukan oleh agen.
2. Biaya bonding (*bonding cost*), merupakan biaya untuk menjamin bahwa agen tidak akan bertindak merugikan prinsipal, atau dengan kata lain untuk meyakinkan agen, bahwa prinsipal akan memberikan kompensasi jika agen benar-benar melakukan tindakan tersebut.
3. Biaya kerugian residual (*residual loss*), merupakan nilai uang yang ekuivalen dengan pengurangan kemakmuran yang dialami oleh prinsipal akibat dari perbedaan kepentingan.

Dengan konsep likuiditas obligasi dapat mendorong manajer melakukan tindakan teori agensi agar likuiditas obligasi terlihat tinggi atau baik dengan manipulasi informasi laba karena investor selama ini cenderung terpusat pada informasi laba tanpa memperhatikan proses yang dilakukan untuk mencapai tingkat laba tersebut. Oleh karena itu, manajer memanfaatkan hal tersebut untuk menstabilkan laba sesuai kepentingannya. Hal ini dilakukan untuk menarik perhatian investor, dengan harapan investor dapat memiliki motivasi yang tinggi untuk berinvestasi dalam perusahaan yang memiliki laba relatif stabil tersebut yang mengakibatkan meningkatnya transaksi obligasi (volume perdagangan) pada perusahaan tersebut.

### **2.1.2 Investasi**

Investasi menurut Harianto dan Sudomo (1998) diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu asset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi. Hartono (1998) membagi investasi menjadi dua yaitu investasi langsung dan investasi tak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara lain, sedangkan investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Contoh investasi langsung adalah membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang, pasar modal atau pasar turunan. Contoh investasi tak langsung adalah membeli reksadana. Berdasarkan pengertian oleh Harianto dan Sudomo (1998) menjelaskan bahwa memegang kas atau uang tunai bukan merupakan investasi, sedangkan menabung

di bank merupakan investasi karena mendapat return atau keuntungan berupa bunga.

Pembelian saham merupakan investasi karena memberikan keuntungan dalam bentuk dividen maupun dalam bentuk capital gain. Tujuan investasi adalah untuk memperoleh penghasilan dalam usaha meningkatkan kesejahteraan baik sekarang maupun di masa datang. Definisi investasi yang lain menyebutkan bahwa investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi (Jones, 1996 dikutip oleh Krisnilasari, 2007).

Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun di masa yang akan datang. Pada umumnya para investor mempunyai sifat tidak menyukai risiko (*risk averse*), yaitu apabila mereka dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai risiko tinggi maka para investor tersebut akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Husnan (1990) menyatakan bahwa semakin tinggi risiko suatu kesempatan investasi, maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Konsep ini juga berlaku pada investasi dalam saham maupun obligasi.

Pembelian obligasi merupakan investasi karena memberikan suatu tingkat suku bunga (kupon). Definisi investasi yang lain menyebutkan bentuk investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan

peningkatan nilai investasi (Jones, 1996 dalam Krisnilasari, 2007). Penghasilan investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun di masa yang akan datang. Pada umumnya investor mempunyai sifat tidak menyukai risiko, yaitu apabila investor dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai risiko yang tinggi maka investor tersebut akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar.

### **2.1.3 Obligasi**

Husaini dan Saiful (2003) menyatakan bahwa obligasi merupakan sertifikat bukti hutang yang dikeluarkan oleh suatu perseroan terbatas atau institusi tertentu baik pemerintah maupun lembaga lainnya dalam rangka mendapatkan dana atau modal, diperdagangkan di masyarakat, penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali pokoknya pada saat jatuh tempo.

Obligasi merupakan salah satu instrumen keuangan yang cukup menarik bagi kalangan investor di pasar modal ataupun bagi perusahaan untuk mendapatkan dana bagi kepentingan perusahaan. Perkembangan obligasi mulai menunjukkan peningkatan yang berarti sebagai alat investasi dan instrumen keuangan pada periode tahun 2000. Adanya pengetatan prosedur pinjaman di lembaga perbankan menyebabkan pihak perusahaan yang sedang membutuhkan dana untuk ekspansi bisnis atau melakukan pelunasan utangnya mulai melihat instrument obligasi sebagai salah satu alternatif penggalangan dana (Krisnilasari, 2007).

Fabozzi (2000) dalam mendefinisikan obligasi sebagai suatu instrumen utang dimana emitennya (pengurang/peminjam) berjanji untuk membayar kembali jumlah yang dipinjam ditambah bunga kepada *lender/investor* selama periode waktu tertentu. Jangka waktu jatuh tempo (*term to maturity*) dari suatu obligasi adalah jumlah tahun yang telah dijanjikan oleh emiten untuk memenuhi kewajiban-kewajibannya. Jatuh tempo (*maturity*) dari obligasi mengacu pada tanggal berakhirnya eksistensi utang tersebut dan hari di mana emiten akan menebus obligasi dengan membayar jumlah yang terutang.

Beberapa alasan di antaranya adalah penerbitan obligasi lebih mudah dan lebih fleksibel dibandingkan melakukan prosedur pinjaman bank. Selain itu, tingkat suku bunga obligasi bisa dibuat lebih menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan tingkat suku bunga pinjaman dari bank yang cenderung meningkat. Dalam melakukan pembelian obligasi, investor di pasar modal itu sendiri bisa mendapatkan keuntungan, yakni mendapatkan tingkat suku bunga (kupon), selain itu bisa menghasilkan pendapatan atas kenaikan nilai nominal obligasi ke harga premium tersebut di pasar sekunder (Krisnilasari, 2007).

Melakukan investasi obligasi selain menghasilkan kupon juga memberikan tingkat potensi risiko investasi. Risiko ini bisa berbentuk wanprestasi (default) atas pembayaran kupon obligasi tersebut. Selain itu risiko yang paling ditakuti, yakni apabila pihak penerbit obligasi (emiten), karena kondisi perusahaannya mengalami likuidasi, tidak mampu membayar kewajiban pokok utangnya. Investor obligasi jangka pendek bisa juga mengalami kerugian akibat nilai pasar dari obligasi tersebut turun atau lebih rendah daripada harga beli obligasi tersebut.

Instrumen obligasi pada dasarnya merupakan alternatif produk investasi yang sangat fleksibel serta sangat prospektif perkembangannya di masa mendatang. Apalagi untuk investor institusional yang menginginkan investasi dengan struktur pendapatan yang begitu variatif maka kehadiran berbagai instrumen obligasi akan sangat diminati (Krisnilasari, 2007).

Bursa Efek Indonesia (2009) dalam situsnya menjelaskan definisi obligasi sebagai surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Dalam instrumen obligasi, terdapat fitur-fitur penting yang harus dipahami oleh setiap investor dalam berinvestasi pada obligasi. Berikut ini merupakan fitur-fitur penting dalam instrumen obligasi (Bursa Efek Indonesia, 2009):

1. **Nilai nominal** atau nilai utang pokok, yaitu nilai yang harus dibayar bunganya oleh penerbit dan harus dilunasi pada saat akhir masa jatuh tempo.
2. **Harga penerbitan**, yaitu suatu harga yang ditawarkan kepada investor pada saat penjualan perdana obligasi.
3. **Tanggal jatuh tempo**, yaitu suatu tanggal yang ditetapkan dimana pada saat tersebut penerbit wajib untuk melunasi nilai nominal obligasi. Sepanjang pembayaran kembali / pelunasan tersebut telah dilakukan maka penerbit tidak lagi memiliki kewajiban kepada pemegang obligasi setelah lewat tanggal jatuh tempo obligasi tersebut.

4. **Kupon**, suku bunga yang dibayarkan oleh penerbit kepada pemegang obligasi. Biasanya suku bunga ini memiliki besaran yang tetap sepanjang masa berlakunya obligasi, tetapi juga bisa mengacu kepada suatu indeks pasar uang seperti LIBOR, dan lain-lain.
5. **Tanggal kupon**, tanggal pembayaran bunga dari penerbit kepada pemegang obligasi.
6. **Dokumen resmi**, suatu dokumen yang menjelaskan secara terinci hak-hak dari pemegang saham. Ketentuan dalam dokumen resmi tersebut sulit sekali diubah dimana perubahan hanya dapat dilakukan atas persetujuan mayoritas pemegang obligasi.
7. **Hak opsi**, yaitu suatu obligasi dapat memuat ketentuan mengenai hak opsi kepada pembeli obligasi ataupun penerbit obligasi.
8. **Obligasi konversi**, adalah obligasi yang mengizinkan pemegang obligasi untuk menukarkan obligasi yang dipegangnya dengan sejumlah saham perusahaan penerbit.
9. **Obligasi tukar** atau dikenal juga dengan nama *Exchangeable bond* ("XB") yang memperkenankan pemegang obligasi untuk menukarkan obligasi yang dipegangnya dengan saham perusahaan selain daripada saham perusahaan penerbit, biasanya dengan saham anak perusahaan penerbit.

Dipandang dari segi penerbit obligasi (*issuer*), obligasi dapat dibagi atas tiga jenis yaitu (Ang, 1997):

1. Obligasi pemerintah pusat (*government bond*).
2. Obligasi perusahaan milik negara (*state owned company bond*).
3. Obligasi perusahaan swasta (*corporate bond*).

Sedangkan dipandang dari segi tingkat bunga (Ang, 1997), membagi tiga jenis obligasi, yaitu:

1. **Obligasi dengan bunga tetap (*fixed rate bond*).** Bunga pada obligasi ini ditetapkan pada awal penjualan obligasi dan tidak berubah sampai jatuh tempo.
2. **Obligasi dengan bunga mengambang (*floating rate bond*).** Bunga pada obligasi ini ditetapkan pada waktu pertama kali untuk kupon pertama sedangkan pada waktu jatuh tempo kupon pertama ditentukan tingkat bunga untuk kupon berikutnya, demikian untuk seterusnya.
3. **Obligasi dengan bunga campuran (*mixed rate bond*).** Obligasi jenis ini merupakan gabungan dari obligasi dengan bunga tetap dan dengan bunga mengambang. Bunga tetap ini ditetapkan untuk periode tertentu biasanya pada periode awal dan selanjutnya bunganya mengambang.

#### **2.1.4 Risiko-risiko dalam Investasi Obligasi**

Risiko-risiko yang terkait di dalam suatu obligasi sangat perlu diketahui dan dianalisis faktor-faktor yang dapat memperkecil risiko dari penerbit obligasi. Risiko-risiko dalam investasi obligasi antara lain (Ang, 1997):

1. Risiko Tingkat Bunga Pasar (*Market Interest Rate Risk*)

Risiko ini merupakan sumber risiko bagi investor pada efek pendapatan tetap. Hal ini disebabkan tingkat bunga pasar yang memicu ketidakstabilan harga



pasar obligasi. Penyerahan tingkat bunga dan harga pasar obligasi selalu berlawanan arah. Jika tingkat bunga naik, maka harga obligasi turun, demikian pula sebaliknya, jika tingkat bunga turun, maka harga obligasi akan naik. Jika tingkat bunga sangat labil, maka akan menyebabkan harga pasar obligasi menjadi labil pula.

## 2. Risiko Wanprestasi (*Default Risk*)

Risiko yang dihadapi karena ketidakmampuan *issuer* di dalam membayar kewajibannya baik bunga maupun pokoknya, atau kelalaian serta keterlambatan pembayaran. Hal ini perlu dianalisis lebih lanjut tentang kinerja keuangan perseroan, likuiditas keuangan, jaminan dari pihak tertentu atau aset tertentu sehubungan dengan kemungkinan terjadinya wanprestasi. Perusahaan yang mempunyai keuangan yang solid tentunya akan mengurangi risiko wanprestasi ini. Risiko ini disebut juga *financial risk*.

## 3. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)

Risiko likuiditas obligasi yang dimiliki ini sangat penting, sebab jika suatu obligasi tidak likuid, maka proses pencairan menjadi uang kas akan terhambat, yang pada akhirnya akan mempengaruhi struktur keuangan perusahaan. Pada umumnya obligasi yang diterbitkan di Indonesia dicatat pada Bursa Efek Indonesia yang transaksinya umumnya masih terjadi secara OTC (*over-the-counter market*) dan juga belum adanya penggerak pasar obligasi sehingga menjadi penyebab belum likuidnya pasar obligasi.

#### 4. Risiko Jangka Waktu Jatuh Tempo (*Maturity Risk*)

Semakin panjang suatu jangka waktu jatuh tempo obligasi, maka makin labil harga pasar obligasi yang bersangkutan. Karena dengan *maturity* yang semakin panjang, berarti proyeksi terhadap suatu komponen tertentu akan semakin panjang yang pada gilirannya memberikan tingkat kesalahan proyeksi yang besar, sehingga harga pasar pun akan menjadi labil karenanya.

Sebenarnya masih terdapat lagi risiko-risiko yang ada dalam investasi obligasi, tetapi karena penjelasan risiko-risiko di atas sudah cukup menjadi landasan atas penelitian yang akan dilakukan, maka penjelasan mengenai risiko-risiko lain yang terdapat dalam investasi obligasi tidak perlu dijelaskan lebih lanjut.

#### **2.1.5 Likuiditas Obligasi**

Likuiditas obligasi merupakan sebuah indikator dari seberapa mudahnya sebuah obligasi yang dipegang oleh para pemilik modal untuk dijadikan kas pada pasar sekunder ([www.vibiznews.com](http://www.vibiznews.com)). Definisi lain menyatakan bahwa obligasi merupakan suatu istilah yang dipergunakan dalam dunia keuangan yang merupakan suatu pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon bunganya kelak pada saat tanggal jatuh tempo pembayaran. Ketentuan lain dapat juga dicantumkan dalam obligasi tersebut seperti misalnya identitas pemegang obligasi, pembatasan-pembatasan atas tindakan hukum yang dilakukan oleh penerbit obligasi ([www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)).

Obligasi yang likuid adalah obligasi yang banyak beredar di kalangan pemegang obligasi serta sering diperdagangkan oleh investor di pasar obligasi. Apabila obligasi yang dibeli mempunyai likuiditas cukup tinggi maka harga obligasi tersebut cenderung stabil dan meningkat. Tetapi apabila likuiditas obligasi tersebut rendah, harga obligasi cenderung melemah. Oleh karena itu pada saat membeli obligasi hendaknya memilih obligasi yang likuid yaitu yang selalu diperdagangkan di pasar obligasi serta diminati oleh investor.

Beberapa penelitian terdahulu menggunakan likuiditas obligasi dengan proksi yang berbeda-beda. Ada yang menggunakan nilai *outstanding* dari obligasi yang diperdagangkan, ukuran dari nilai obligasi yang diterbitkan (*issue size*), dan ada yang menggunakan *trading volume* sebagai proksi dari likuiditas obligasi. Banyak literatur menyediakan ukuran untuk mengestimasi likuiditas obligasi. Ukuran likuiditas yang paling sering digambarkan adalah nilai dari volume perdagangan.

Karena transaksi perdagangan obligasi terjadi secara *over-the-counter market*, maka banyak penelitian terdahulu masih menggunakan ukuran likuiditas yang tidak langsung seperti *outstanding* dan *issue size*. Tetapi, karena sudah diterbitkannya *bond market directory* untuk pasar obligasi di Indonesia, maka dalam penelitian ini proksi likuiditas obligasi menggunakan besarnya nilai *trading volume*, dimana nilai *trading volume* sudah tersedia di dalam direktori tersebut.

### **2.1.6 Faktor yang Mempengaruhi Likuiditas Obligasi**

Investor memilih perdagangan untuk berbagai alasan. Untuk panduan analisis ini, Woodley (2007) mengidentifikasi tiga motivasi utama untuk perdagangan yaitu: visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi.

#### **1) Visibilitas Obligasi**

Ketika investor akan memperdagangkan portofolio yang berdasarkan arus kas, maka investor cenderung memilih untuk bertransaksi pada sekuritas yang banyak dikenal. Akibatnya, penerbitan obligasi yang lebih visibel di pasar akan lebih likuid di banding obligasi yang tidak visibel. Sebelum seorang investor membeli obligasi, investor tersebut harus mengetahui benar terhadap obligasi yang diterbitkan. Merton (dikutip oleh Woodley, 2007) berpendapat bahwa investor umumnya hanya tahu tentang bagian atau beberapa sekuritas yang tersedia dan lebih lanjut tidak mengetahui, portofolio yang dimiliki oleh investor sebenarnya hanya merupakan sebagian kecil dari ribuan sekuritas yang tersedia untuk diperdagangkan. Hal ini menyiratkan bahwa sekuritas yang lebih visibel menunjukkan lebih likuid. Chordia, et al. (2007) dalam Woodley (2007) mengkonfirmasi bahwa makin visibelnya perusahaan (seperti diproksi dengan umur dan ukuran perusahaan) mengalami aktivitas perdagangan ekuitas relatif lebih besar terhadap perusahaan lain. Hong dan Warga (2000) dikutip oleh Woodley, 2007 menemukan bahwa selisih harga penawaran-permintaan berhubungan negatif dengan outstanding untuk obligasi yang diperdagangkan di Automated Bond System NYSE. Woodley (2007) menemukan bahwa semakin

visibelnya perusahaan (diproksi dengan kapitalisasi pasar) maka mengalami aktivitas perdagangan yang lebih besar.

Penelitian yang dilakukan Woodley (2007) mempertimbangkan karakteristik apa yang membuat obligasi lebih visibel. Calon variabel termasuk masalah umur, masalah ukuran, kapitalisasi pasar, dan jumlah penerbitan outstanding obligasi untuk perusahaan yang menerbitkan obligasi. Dengan demikian, perusahaan yang lebih visibel akan lebih mempermudah para investor untuk menilai dari umur, ukuran, kapitalisasi pasar dan penerbitan outstanding tersebut.

Akhirnya, jika seorang investor ingin berhubungan ke utang perusahaan tertentu, dengan sebagian besar keadaan investor memiliki beberapa pilihan, karena sebagian besar perusahaan memiliki beberapa masalah utang luar biasa. Ketika jumlah penerbitan obligasi meningkat, probabilitas bahwa investor akan memilih salah satu penerbitan obligasi akan berkurang. Dengan demikian, visibilitas obligasi dari setiap satu penerbitan berkurang ketika sejumlah penerbitan yang beredar oleh penerbit yang sama meningkat, dengan kata lain semakin banyaknya perusahaan menerbitkan obligasi yang ditawarkan kepada investor maka visibilitas obligasi perusahaan tersebut menurun.

## **2) Perbedaan Opini**

Lebih dari motivasi perdagangan obligasi berdasarkan arus kas dalam portofolio, motivasi utama untuk perbedaan perdagangan atas nilai sekuritas timbul dari munculnya perbedaan interpretasi informasi publik. Satu kasus, investor menjual sekuritas yang mereka yakini dinilai terlalu tinggi, mereka

membeli yang lain yang diyakini kurang berharga, dan perdagangan terjadi ketika pelaku pasar berbeda dalam keyakinan mereka tentang nilai dari sekuritas individual.

Dengan melihat dari perbedaan opini ini, bahwa suatu investor melihat dari nilai obligasi itu sendiri berpendapat apakah nilai dari obligasi tersebut di masa yang akan datang lebih tinggi dari pada di masa saat investor membeli obligasi tersebut. Sehingga investor yang memiliki perbedaan opini tersebut lebih tertarik untuk membeli obligasi yang tidak ada nilainya untuk mengharapkan memperoleh nilai laba yang tinggi di masa yang akan datang. Dimana dengan nilai obligasi yang tinggi maka likuiditas obligasi juga tinggi.

### **3) Asimetri Informasi**

Perdagangan yang didasarkan pada perbedaan opini yang timbul karena perbedaan interpretasi dari informasi publik yang sama dengan investor, sementara perdagangan berdasarkan asimetri informasi muncul karena beberapa investor memiliki informasi yang tidak diketahui orang lain.

Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya. Kondisi ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*).

Asimetri informasi terjadi karena manajer lebih superior dalam menguasai informasi dibanding pihak lain (pemilik atau pemegang saham). Sehingga dengan adanya asimetri informasi bisa mengakibatkan terjadinya likuiditas obligasi yang tidak sesuai dengan data yang ada di perusahaan tersebut karena *agent* (manajemen) bisa melakukan manipulasi data pada laporan keuangan yang mengakibatkan likuiditas obligasi terlihat baik agar hal tersebut untuk menarik para investor.

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian Wang (2009) yang menguji hubungan antara likuiditas obligasi dengan *bid-ask spread* obligasi mendapatkan bahwa likuiditas obligasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *spread* obligasi. Namun demikian, pengaruh *bid-ask* terhadap likuiditas obligasi belum diteliti.

Kempf dan Uhrig-Homburg (2000) melakukan penelitian mengenai obligasi di Jerman. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data obligasi pemerintah Jerman di tahun 1992 hingga 1994. Penelitian ini menguji beberapa faktor seperti jangka waktu dan kupon serta likuiditasnya. Penelitian ini bersifat deskriptif. Jangka waktu dan kupon hanya digunakan sebagai kategori saja. Sehingga tidak disimpulkan dampaknya terhadap obligasi. Secara umum penelitian ini menyimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap harga obligasi.

Chakravarty dan Sarkar (1999) melakukan penelitian tentang likuiditas obligasi di Amerika Serikat. Penelitian ini bersifat deskriptif. Hasil penelitian

Chakravarty dan Sarkar (1999) menyimpulkan bahwa likuiditas merupakan penentu yang penting yang berpengaruh positif bagi *spread* harga *bid* dan *ask*. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa jangka waktu obligasi juga mempengaruhi *spread* harga *bid* dan *ask* secara positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Woodley (2007) dengan menggunakan metode regresi linear berganda yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas obligasi perusahaan dan menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan bergantung pada visibilitas relatif dari obligasi yang diproksi dengan, sejauh mana pendapat investor tentang nilai perusahaan berbeda, dan kemungkinan informasi pribadi mengenai obligasi yang ada di pasar. Variabel independen yang digunakan yaitu visibilitas obligasi yang diproksi dengan umur penerbitan, ukuran penerbitan, kapitalisasi pasar, dan penerbitan outstanding; perbedaan opini yang diproksi dengan perkiraan analisis dispersi, peringkat kredit, dan beta; asimetri informasi yang diproksi dengan analisis ekuitas, rating S&P, industri teknologi tinggi, dan *bid-ask spread*. Hasil dari penelitian ini adalah berhasil membuktikan bahwa umur penerbitan, ukuran penerbitan, kapitalisasi pasar, penerbitan outstanding, peringkat kredit, beta, analisis ekuitas, rating S&P, dan *bid-ask spread* berpengaruh terhadap likuiditas, sedangkan perkiraan analisis dispersi dan industri teknologi tinggi tidak berpengaruh terhadap likuiditas.

### 2.3 Kerangka Pemikiran

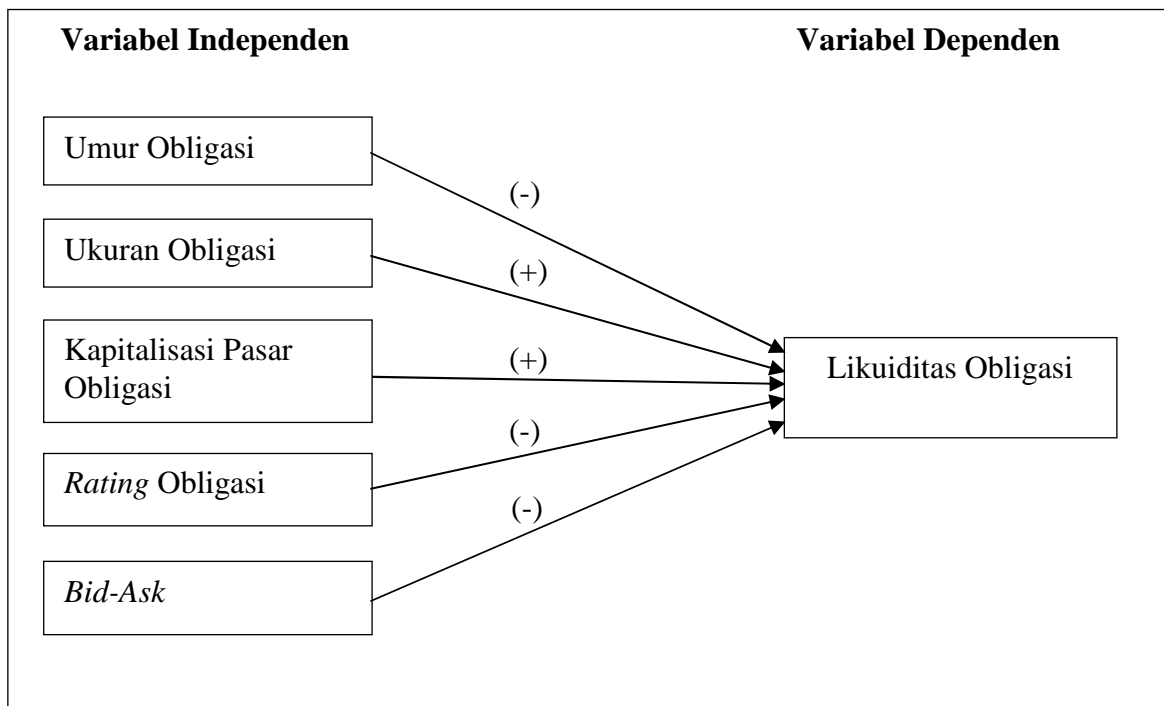
Berdasarkan tinjauan pustaka serta beberapa penelitian terdahulu, maka peneliti mengindikasikan faktor visibilitas obligasi yang diproksi dengan umur



obligasi, ukuran obligasi, dan kapitalisasi pasar obligasi; perbedaan opini yang diproksi dengan *rating* obligasi; asimetri informasi yang diproksi dengan *bid-ask* sebagai variabel independen penelitian yang mempengaruhi likuiditas obligasi.

Untuk membantu dalam memahami dinamika umur obligasi, ukuran obligasi, kapitalisasi pasar obligasi, *rating* obligasi, dan *bid-ask* yang mempengaruhi likuiditas obligasi diperlukan suatu kerangka pemikiran. Dari landasan teori yang telah diuraikan di atas, disusun hipotesis yang merupakan alur pikiran dari peneliti, kemudian digambarkan dalam kerangka teoritis yang disusun sebagai berikut:

**Gambar 2.1**  
**Skema Kerangka Pemikiran**



## 2.4 Hipotesis

### 2.4.1 Visibilitas Obligasi

Sebelum seorang investor membeli obligasi, investor tersebut harus mengetahui benar terhadap obligasi yang diterbitkan. Hal ini menyiratkan bahwa sekuritas yang lebih visibel menunjukkan lebih likuid. Grullon, dkk (dikutip oleh Woodley, 2007) menemukan bahwa perusahaan dengan belanja iklan yang lebih besar memiliki perputaran saham yang lebih besar, sementara Loughran dan Shultz (dikutip oleh Woodley, 2007) menemukan bahwa perusahaan berkantor pusat di daerah pedesaan memiliki biaya perdagangan yang lebih tinggi dan volume perdagangan lebih rendah. Chordia, dkk (dikutip oleh Woodley, 2007) mengkonfirmasi bahwa semakin visibel perusahaan maka semakin memiliki aktivitas perdagangan ekuitas yang relatif lebih besar dibanding perusahaan lain. Lo dan Wang (2000) dan Chordia, et al. (2007) dalam Woodley (2007) menemukan bahwa sekuritas yang dikeluarkan oleh perusahaan besar memiliki *turnover* lebih besar daripada ekuitas sekuritas perusahaan kecil. Oleh karena itu, obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih visibel daripada obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan kecil dan visibilitas yang berbasis perdagangan obligasi perusahaan akan terkonsentrasi pada obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan besar. Sehingga visibilitas obligasi diproksi antara lain sebagai berikut:

#### 2.4.1.1 Umur Obligasi

Perusahaan yang *go public* biasanya dimulai dengan keputusan melakukan *initial public offerings* (IPO). Karena adanya publisitas selama proses IPO,

Chordia, et al. (dikutip oleh Woodley, 2007) berpendapat bahwa perusahaan yang lebih muda akan lebih visibel dan perusahaan yang lebih muda akan mengalami aktivitas perdagangan yang lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih berpengalaman. Umur obligasi lebih memungkinkan digunakan oleh investor dalam mempertimbangkan untuk membeli atau menahan obligasi. Dari sudut pandang sederhana, menjadi hal yang penting bahwa penerbitan yang lebih besar harus lebih visibel di pasar. Perusahaan besar lebih visibel di pasar modal dan pasar obligasi, mereka lebih cenderung memiliki pengenalan nama dengan rata-rata para investor dan dilindungi oleh lembaga keuangan.

Sehingga disini umur obligasi yang dimaksud adalah selisih antara tanggal obligasi tersebut pertama kali diterbitkan (*listing date*) sampai dengan tanggal jatuh tempo obligasi tersebut atau sering disebut *term to maturity* (jangka waktu jatuh tempo). Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki risiko investasi yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun (Almilia dan Devi, 2007). Dimana investor cenderung lebih menyukai obligasi dengan umur yang pendek karena penerbit lebih mampu dalam melunasi kewajiban pembayaran pokok pada saat jatuh tempo dibandingkan dengan umur obligasi yang jatuh temponya lama. Karena dalam masa atau periode yang begitu lama, risiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun bisa saja terjadi yang mengakibatkan tingkat likuiditas obligasi juga menurun.

Aarstol (2000) dan Sapto Rahardjo (2003) dalam Krisnilasari (2007) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap risikonya lebih kecil. Temuan penelitian dilakukan oleh Alexander, et al. (dikutip oleh Woodley, 2007) menemukan bahwa penerbitan obligasi perusahaan yang beredar selama kurang dari dua tahun lebih sering diperdagangkan. Hal ini berarti semakin pendek jangka waktu jatuh tempo obligasi maka transaksi perdagangan obligasi tersebut semakin tinggi. Dengan demikian, umur obligasi yang pendek mempunyai tingkat likuiditas obligasi yang tinggi dan begitu sebaliknya. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan oleh peneliti sebagai berikut:

**H1a = Umur Obligasi berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi**

#### **2.4.1.2 Ukuran Obligasi**

Ukuran obligasi disini dimaksud adalah nilai par atau nilai nominal yang merupakan nilai yang harus dibayar bunganya oleh penerbit dan harus dilunasi pada saat akhir masa jatuh tempo atau jumlah dana yang akan dibayarkan oleh penerbit obligasi kepada pemegang obligasi pada suatu saat tertentu di masa yang akan datang (saat obligasi jatuh tempo).

Dengan demikian, apabila penerbit mampu melunasi hutang dalam jangka waktu jatuh tempo yang lebih cepat maka penerbit tersebut memiliki tingkat likuiditas obligasi yang tinggi, dimana apabila semakin cepat surat obligasi dicairkan oleh penerbit maka likuiditas obligasi yang dimiliki penerbit semakin tinggi. Dengan kata lain investor melihat nilai par obligasi tersebut untuk

mengukur tingkat likuiditas obligasi suatu perusahaan tersebut karena investor memandang suatu perusahaan yang memiliki visibilitas obligasi tinggi berarti memiliki nilai par obligasi yang tinggi juga, maka hal tersebut menandakan tingkat likuiditas obligasi suatu perusahaan tersebut baik. Dengan demikian, investor melihat likuiditas obligasi suatu perusahaan dari ukuran obligasinya.

Penelitian yang dilakukan oleh Hotchkiss, et al. (dikutip oleh Woodley, 2007) menemukan bahwa ukuran obligasi adalah satu-satunya penentu terbesar volume perdagangan untuk database yang sama. Sementara penelitian tersebut berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chakravarty dan Sarkar (2003) dan Hong dan Warga (2000) dalam Woodley (2007) melaporkan bahwa outstanding tidak berdampak pada harga penawaran-permintaan obligasi khususnya untuk sampel yang terdiri dari perusahaan perdagangan asuransi. Dikarenakan ketidakkonsistenan ini maka peneliti mencoba untuk meneliti kembali variabel ini. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan oleh peneliti sebagai berikut:

**H1b = Ukuran Obligasi berpengaruh positif terhadap Likuiditas Obligasi**

#### **2.4.1.3 Kapitalisasi Pasar Obligasi**

Perusahaan yang visibel memiliki kapitalisasi pasar yang besar. Dimana dalam penelitian ini menurut Ang (1997) menyatakan bahwa pasar modal atau kapitalisasi pasar dari saham-saham yang diperdagangkan dibagi dalam tiga kelompok berdasarkan kapitalisasinya, yaitu (1) kapitalisasi besar, (2) kapitalisasi sedang, (3) kapitalisasi kecil. Biasanya para pelaku pasar modal berminta pada

saham yang berkapitalisasi besar. Hal ini dikarenakan saham berkapitalisasi besar mempunyai potensi pertumbuhan perusahaan yang bagus serta mempunyai risiko yang rendah. Karena diminati investor saham ini pada umumnya harga saham cukup tinggi. Demikian halnya dengan obligasi, para pelaku pasar modal lebih berminat pada obligasi yang memiliki kapitalisasi besar karena mempunyai potensi pertumbuhan perusahaan yang bagus dan mempunyai risiko gagal bayar yang kecil. Sehingga para investor berminat membeli obligasi perusahaan tersebut yang mengakibatkan harga obligasi cukup tinggi.

Kapitalisasi pasar adalah sebuah istilah bisnis yang menunjuk ke harga keseluruhan dari sebuah saham perusahaan yaitu sebuah harga yang harus dibayar seseorang untuk membeli seluruh perusahaan. Besar dan pertumbuhan dari suatu kapitalisasi pasar perusahaan seringkali adalah pengukuran penting dari keberhasilan atau kegagalan perusahaan terbuka. Kapitalisasi pasar dihitung dengan mengalikan jumlah saham perusahaan tersebut dengan harga sekarang dari saham tersebut ([www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)).

Jadi, dapat disimpulkan bahwa kapitalisasi pasar merupakan nilai suatu perusahaan yang diperhitungkan berdasarkan harga pasar per lembar suatu saham di periode tertentu yang dikalikan dengan jumlah saham yang beredar pada periode tertentu.

Sedangkan kapitalisasi pasar obligasi dihitung dengan mengalikan jumlah obligasi perusahaan tersebut dengan harga sekarang dari obligasi tersebut. Jadi kapitalisasi pasar obligasi tersebut merupakan besaran dari keseluruhan perusahaan dilihat dari obligasinya. Dari besaran nilai obligasi tersebut, maka bisa

dilihat tinggi rendahnya nilai obligasi perusahaan, sehingga apabila perusahaan tersebut mempunyai nilai obligasi yang tinggi atau kapitalisasi pasar obligasi besar maka tingkat likuiditas obligasinya juga tinggi, dan juga sebaliknya. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Woodley (2007) menemukan adanya hubungan positif yang signifikan antara Kapitalisasi Pasar Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi. Biasanya para pelaku pasar modal berminat pada obligasi yang berkapitalisasi besar. Hal ini dikarenakan obligasi berkapitalisasi besar mempunyai potensi pertumbuhan perusahaan yang bagus serta mempunyai tingkat likuiditas obligasi yang tinggi. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan oleh peneliti sebagai berikut:

**H1c = Kapitalisasi Pasar Obligasi berpengaruh positif terhadap  
Likuiditas Obligasi**

#### **2.4.2 Perbedaan Opini**

Perdagangan yang didasarkan pada perbedaan opini yang timbul karena perbedaan interpretasi dari informasi publik yang sama dengan investor. Dalam rangka untuk menguji hipotesis bahwa perbedaan opini dapat mengendalikan perdagangan di pasar obligasi perusahaan, maka perlu memproksi tingkat ketidaksepakatan di antara para pelaku pasar tentang penafsiran mengenai informasi publik. Dimana para investor memiliki perbedaan opini mengenai persepsi tinggi rendahnya *rating* obligasi tersebut.

Perusahaan dengan peringkat kredit yang lebih rendah secara inheren akan lebih mudah bertransaksi dan akan menempatkan diri mereka lebih mudah untuk keberadaan dalam hal perbedaan opini tentang penilaiannya. Hal tersebut dapat

dilihat bahwa perbedaan opini yang diproksi dengan *rating* obligasi sebagai berikut:

#### **2.4.2.1 Rating Obligasi**

Fabozzi (2000) mendefinisikan *rating* sebagai peringkat dari obligasi yang didasarkan pada kemungkinan emiten tidak mampu memenuhi kewajiban-kewajibannya, seperti yang diperingkat oleh perusahaan-perusahaan pemeringkat komersial. Peringkat obligasi adalah salah satu indikator penting mengenai kualitas kredit perusahaan (Baker dan Mansi, 2001 dalam Baridwan dan Zuhrotun, 2005), sedangkan menurut Galil (2003) peringkat adalah pendapat mengenai *creditworthiness* dari obligasi mengenai sekuritas utang tertentu.

Pemeringkatan suatu obligasi ini sangat berguna bagi para investor, karena dengan adanya *rating* maka para investor tidak perlu lagi melakukan proses evaluasi yang membosankan dan membutuhkan kerja keras sendiri-sendiri. Namun harus diperhatikan bahwa *bond rating* hanya dimaksudkan untuk mengukur tingkat risiko wanprestasi (*default risk*) dari suatu emisi obligasi bukan dari faktor eksternal seperti risiko pasar (Ang, 1997).

Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat efek, yaitu PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan Kasnic *Credit Rating* Indonesia. Sedangkan untuk lembaga pemeringkat (*rating agency*) di dunia yang terbesar dan berstandar internasional adalah *Standard & Poor's Corporation* dan *Moody's Investor Service*.

Agen pemeringkat obligasi berfungsi sebagai perantara informasi dan berperan dalam memperbaiki efisiensi pasar modal dengan meningkatkan



transparansi sekuritas, sehingga dapat mengurangi asimetri informasi antara investor dan penerbit obligasi. Agen pemeringkat obligasi juga berfungsi sebagai petunjuk sejauh mana keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan tersebut ditunjukkan oleh kemampuan suatu perusahaan dalam membayar bunga dan melunasi pokok pinjaman. Sehingga pemodal bisa menggunakan jasa agen pemeringkat obligasi tersebut untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Proses peringkat ini dilakukan untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga *rating agency* dapat menyatakan layak atau tidaknya obligasi tersebut diinvestasikan. Jasa ini sangat bernilai bagi investor kecil yang menghadapi tingginya biaya (relatif terhadap investasinya) dalam menilai kredibilitas (*creditworthiness*) obligasi. Oleh karena itu agen pemeringkat menyediakan jasa yang lebih efisien (Beaver, 2004 dalam Baridwan dan Zuhrotun, 2005).

**Tabel 2.1**  
**Rating Obligasi**

Standard & Poor's <i>Bond Rating</i>	PEFINDO's <i>Bond Rating</i>	Moody's <i>Bond Rating</i>	Definisi
AAA	AAA	Aaa	<i>Prime</i>
AA+	AA+	Aa1	<i>High grade</i>
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	<i>Upper medium grade</i>
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	<i>Lower medium grade</i>
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	<i>Non Investment grade / speculative</i>
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	
B+	B+	B1	<i>Highly speculative</i>
B	B	B2	
B-	B-	B3	
CCC+		Caa1	<i>Substantial risks</i>
CCC	CCC	Caa2	<i>Extremely speculative</i>
CCC-		Caa3	<i>In default with little prospect for recovery</i>
CC		Ca	
D	D		<i>In default</i>

*Sumber: Standard & Poor's Corporation, Moody's Investor Service dan PEFINDO*

Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatan waktu pembayaran pokok dan bunga utang obligasi. Selain itu, peringkat obligasi mencerminkan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Dengan demikian peringkat obligasi menunjukkan skala keamanan obligasi dalam membayar kewajiban pokok dan bunga secara tepat waktu. Semakin tinggi peringkat, semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default* (gagal bayar).

Peringkat obligasi diterbitkan oleh lembaga pemeringkat yang independen. Dimana di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat sekuritas utang, yaitu PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan Kasnic *Credit Rating* Indonesia. Lembaga pemeringkat tersebut membantu investor dalam memberikan informasi investasi mengenai kemampuan ekonomi dan finansial penerbit (*issuer*) obligasi. Peringkat obligasi yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat memberikan gambaran tentang kredibilitas (*creditworthiness*) dan mempengaruhi penjualan obligasi tersebut (Fabozzi, 2000). Peringkat obligasi menunjukkan kualitas kredit perusahaan penerbit. Semakin tinggi peringkat yang diperoleh, semakin baik kualitas kredit. Rizzi (1994) dalam Setyapurnama dan Norpratiwi (2005), mengelompokkan peringkat obligasi menjadi dua, yaitu: *investment grade* (AAA-BBB-) dan *non investment grade/speculative grade* (BB+-D). *Investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat tinggi (*high grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang rendah (*high creditworthiness*). *Non-investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat rendah (*low grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang tinggi (*low creditworthiness*). Sehingga disini perbedaan opini berkaitan dengan perbedaan para investor menilai suatu obligasi tersebut, dimana investor berpendapat bahwa obligasi yang dimiliki bernilai tinggi dijual kemudian ditukarkan atau membeli kembali obligasi yang nilainya rendah saat sekarang ini, maka investor mendapatkan laba. Di masa yang akan datang obligasi yang bernilai rendah ini akan naik nilainya, sehingga keuntungan yang diterima investor semakin bertambah. Oleh karena itu, pertukaran obligasi dari yang bernilai tinggi ke obligasi yang bernilai rendah ini karena perolehan labanya

tersebut, maka dapat digunakan untuk menutup hutang investor kepada pembeli lain dengan cepat sehingga hal tersebut terlihat dengan likuiditas obligasi yang tinggi. Selain dapat untuk menutup nilai utang investor kepada pembeli lain tersebut, dapat juga dimasukkan pada tambahan aktiva atau pada tambahan modal dan hal tersebut terus-menerus terjadi sehingga perputaran modal menjadi lancar.

Jika perdagangan obligasi didasarkan atas perbedaan opini, maka obligasi dengan peringkat kredit lebih rendah akan lebih tinggi dalam kegiatan perdagangan. Penelitian yang dilakukan oleh Alexander, et al. (dikutip oleh Woodley, 2007) menemukan bahwa obligasi dari peringkat kredit yang lebih rendah (di bawah rating B-) dari perdagangan obligasi lebih sering terjadi daripada obligasi di tingkat atas. Sementara penelitian tersebut berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Burton, et al. (2000) dalam Almilia dan Devi (2007) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *rating* obligasi yang rendah lebih banyak melakukan aktivitas perdagangan obligasi berarti memiliki tingkat likuiditas obligasi yang tinggi dan juga sebaliknya. Dikarenakan ketidakkonsistenan ini maka peneliti mencoba untuk meneliti kembali variabel ini. Berdasarkan asumsi tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

**H2 = *Rating* Obligasi berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi**

### 2.4.3 Asimetri Informasi

Perdagangan berdasarkan asimetri informasi muncul karena beberapa investor memiliki informasi yang tidak diketahui orang lain. Dimana dalam penelitian ini, asimetri informasi adalah manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya (Hendriksen dan Van Breda, 2000).

Ukuran umum dari asimetri informasi dalam pasar modal adalah *bid-ask*. Untuk memperluas *bid-ask* atas asimetri informasi mengenai perusahaan, *bid-ask* ekuitas permintaan harus memiliki jumlah asimetris informasi tentang utang perusahaan juga. Perusahaan dengan ekuitas yang lebih besar dari *bid-ask* diharapkan memiliki penurunan aktivitas perdagangan di pasar obligasi. Hal ini dapat dijelaskan bahwa asimetri informasi yang diproksi dengan *bid-ask* sebagai berikut:

#### 2.4.3.1 Bid-Ask

Dalam perdagangan sekuritas, investor yang berkeinginan untuk membeli dan atau menjual sesuai dengan harga dan jumlah yang diinginkan, tidaklah sesuai memperoleh harapan tersebut secara simultan. Keinginan investor tersebut terealisasi dalam waktu yang lama pada harga pasar yang sebenarnya (*market-clearing price/true price*) (Hamilton, 1991 dalam Fatmawati dan Asri, 1999).

Oleh karena itu, *market maker* baik *dealer* maupun *broker* berusaha untuk mengatasi adanya ketidaksamaan waktu tersebut terhadap order (keinginan) yang dihadapi investor. *Dealer* dan *broker* dapat dikatakan sebagai perantara perdagangan sekuritas yang dilakukan individu secara tidak langsung. *Broker* akan melakukan transaksi atas nama investor untuk mendapatkan komisi. Sedangkan *dealer* melaksanakan transaksi untuk memperoleh keuntungan sendiri. *Market maker* tersebut memperoleh kompensasi karena aktivitas membeli dilakukan pada saat harga beli (*bid-price*) lebih rendah daripada *true price* dan menjual sekuritas pada saat harga jual (*ask-price*) lebih tinggi daripada *true price* (Stoll, 1989 dikutip oleh Fatmawati dan Asri, 1999). Perbedaan antara *bid-price* dengan *ask-price* tersebut dikenal dengan *bid-ask spread* (Jaffe & Winkler, 1979 dan Stoll, 1989 dalam Fatmawati dan Asri, 1999).

*Spread* merupakan persentase selisih antara harga beli (*bid price*) dengan harga jual (*ask price*) yang dikenal dengan *cost of transaction immediacy to investor* (Hamilton, 1991 dalam Fatmawati dan Asri, 1999). Berkaitan dengan pengukuran *spread* tersebut. Hamilton (1991) dalam Fatmawati dan Asri (1999) berpendapat ada dua model *spread* yaitu *dealer spread* dan *market spread*. *Dealer spread* adalah perbedaan antara harga *bid* dan *ask* yang ditentukan oleh *dealer* secara individual yang menyebabkan individual *dealer* menjual dan membeli sekuritasnya. Sedangkan *market spread* adalah perbedaan antara *bid* yang terendah dengan *ask* yang tertinggi diantara beberapa *dealer* yang sama-sama melakukan transaksi. *Spread* yang terjadi di BEJ (saat ini bernama BEI)

merupakan *market spread* yaitu selisih antara *highest bid* dan *lowest ask* yang terjadi pada saat tertentu.

Pemilihan jenis *spread* yang digunakan ditentukan oleh tujuan penelitian. Jika penelitian ditujukan untuk meneliti biaya kesegeran (biaya pemrosesan pesanan) terhadap kebutuhan investor atas suatu saham atau obligasi, maka yang lebih tepat digunakan adalah *market spread*. Namun, jika tujuan penelitian adalah menguji persaingan antara *dealer* dan biaya *dealer*, maka yang lebih tepat digunakan adalah *dealer spread*. Pada penelitian ini, *spread* yang dimaksud adalah *market spread*.

Literatur mikrostruktur mengenai *bid-ask* menyatakan bahwa ada tiga komponen *bid-ask* yang turut berkontribusi terhadap kerugian yang dialami *dealer* ketika bertransaksi dengan pedagang berinformasi, yaitu: (1) biaya pemrosesan pesanan (*order processing cost*), yaitu biaya yang dibebankan oleh *dealer* atas kesiapannya membandingkan pesanan dan penjualan. Dan kompensasi untuk waktu yang diluangkan oleh pedagang sekuritas untuk menyelesaikan transaksi. (2) Biaya penyimpanan persediaan (*inventory holding cost*), yaitu biaya yang ditanggung oleh *dealer* untuk membawa persediaan saham agar dapat diperdagangkan sesuai dengan permintaan. (3) *Komponen Adverse Selection*, menggambarkan suatu *reward* yang diberikan kepada *dealer* untuk mengambil risiko ketika berhadapan dengan investor yang memiliki superior. Komponen berkaitan dengan arus informasi di pasar modal (Stoll, 1989 dalam Fatmawati dan Asri (1999)).

Berdasarkan asumsi bahwa *dealer* tidak dapat membedakan pedagang berinformasi dengan pedagang tanpa informasi, *dealer* harus menaikkan *spread* untuk melindungi dirinya dari kerugian terhadap pedagang berinformasi (Stoll, 1989 dalam Frensidy, 2008). Pada saat volume obligasi yang diperdagang dengan *liquidity traders*, maka *dealer* akan memperbesar *spread*. Selanjutnya bila manajer memberikan informasi kepada pasar melalui pengumuman publik, arus informasi tersebut akan dapat diterima oleh *dealer* maupun investor (baik investor berinformasi maupun investor tanpa informasi), hal tersebut berakibat terjadinya penurunan asimetri informasi dan kemudian akan menurunkan *adverse selection risk* yang dihadapi *dealer* sehingga memotivasi *dealer* untuk menurunkan *spread*. Glosten dan Milgrom (1985) dikutip oleh Fatmawati dan Asri (1999) menemukan bukti adanya hubungan yang positif antara asimetri informasi dengan besarnya *spread*.

*Bid-ask* merupakan faktor yang dipertimbangkan investor untuk mengambil keputusan apakah membeli atau menjual obligasi tersebut. Dengan demikian, asimetri informasi yang diproksi dari *bid-ask* bisa mempengaruhi nilai yang dimiliki oleh *bid-ask* tersebut karena dengan adanya perbedaan informasi yang didapat dari *agent* dengan *principal* bisa memanipulasi nilai dari *bid-ask* yang dilakukan *agent* untuk menarik para investor karena investor melihat nilai *bid-ask* tersebut dari data laporan keuangan perusahaan tersebut yang data tersebut bisa dimanipulasi *agent* dengan adanya asimetri informasi.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa *bid-ask* adalah harga tertinggi dimana investor akan membeli obligasi (*bid*) dengan harga terendah dimana investor



menjual obligasi (*ask*). Dengan demikian, apabila *agent* (manajer) melakukan transaksi dengan *principal* (investor) yang memiliki informasi yang kurang lebih sama dengan *agent*, maka mengakibatkan menurunnya asimetri informasi yang menyebabkan pertemuan antara harga penawaran beli tertinggi (*bid*) dan harga permintaan jual terendah (*ask*) relatif lebih besar. Hal ini mengakibatkan perbedaan antara besarnya harga penawaran beli tertinggi dan harga permintaan jual terendah (*bid-ask*) semakin kecil. Sehingga *bid-ask* suatu obligasi lebih rendah, menindikasikan likuiditas obligasi yang besar karena semakin banyaknya investor yang melakukan aktivitas transaksi terhadap obligasi tersebut.

Penelitian Barclay, dkk (1998) dan Chordia, dkk (2000) dalam Woodley (2007) mendokumentasi korelasi negatif antara *bid-ask spread* dengan volume perdagangan, sementara Hotchkiss dan Ronen (2002), Chakravarty dan Sarkar (1999) juga menyatakan hal yang sama bahwa kualitas pasar yang terkait likuiditas akan menyebabkan adanya *bid* dan *ask* obligasi dengan kata lain terdapat penjual dan pembeli. Hal ini berarti likuiditas obligasi dapat muncul akibat semakin besar kepemilikan obligasi dan jumlah transaksi yang dapat dilihat dari volume perdagangan dan jumlah pemegang obligasi. Dengan demikian, perbedaan harga *bid-ask* yang kecil mengakibatkan semakin banyaknya investor yang dapat menjual dan membeli obligasi sehingga aktivitas perdagangan obligasi semakin meningkat yang mengakibatkan tingkat likuiditas obligasi meningkat. Berdasarkan asumsi tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

**H3 = *Bid-Ask* berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi**

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional**

##### **3.1.1 Variabel Terikat (Dependen)**

Variabel dependen penelitian ini adalah likuiditas obligasi yang merupakan sebuah indikator dari seberapa mudahnya sebuah obligasi yang dipegang oleh para pemilik modal untuk dijadikan kas pada pasar sekunder ([www.vibiznews.com](http://www.vibiznews.com)). Likuiditas obligasi diukur dari volume perdagangan obligasi yang terjadi pada obligasi perusahaan. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Likuiditas Obligasi} = \frac{\text{Jumlah Obligasi yang diperdagangkan}}{\text{Jumlah Seluruh Obligasi}} \times 100\% \quad (3.1)$$

##### **3.1.2 Variabel Bebas (Independen)**

Variabel independen pada penelitian ini adalah umur obligasi, ukuran obligasi, kapitalisasi pasar obligasi, *rating* obligasi, dan *bid-ask*, dimana variabel-variabel tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut.

###### **3.1.2.1 Umur Obligasi**

Umur Obligasi adalah rentang waktu dimana obligasi yang bersangkutan diterbitkan hingga periode jatuh tempo. Umur obligasi dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Umur Obligasi} = \text{jangka waktu jatuh tempo (term to maturity)} \quad (3.2)$$

### 3.1.2.2 Ukuran Obligasi

Ukuran Obligasi ditunjukkan dengan nilai par dari obligasi yang diterbitkan pada hari pertama. Ukuran Obligasi yang diukur dari nilai par akan ditransformasikan dalam bentuk logaritma dengan tujuan untuk menyamakan dengan variabel lain, karena nilai par perusahaan relatif lebih besar dibandingkan dengan variabel-variabel lain dalam penelitian ini. Ukuran Obligasi dirumuskan sebagai berikut:

$$UKURAN = \log (\text{nilai par}) \quad (3.3)$$

### 3.1.2.3 Kapitalisasi Pasar Obligasi

Kapitalisasi Pasar Obligasi merupakan nilai suatu perusahaan yang diperhitungkan berdasarkan harga suatu obligasi di periode tertentu yang dikalikan dengan jumlah obligasi yang diterbitkan pada periode tertentu. Kapitalisasi Pasar Obligasi akan ditransformasikan dalam bentuk logaritma dengan tujuan untuk menyamakan dengan variabel lain, karena nilai Kapitalisasi Pasar Obligasi relatif lebih besar dibandingkan dengan variabel-variabel lain dalam penelitian ini. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$KAPITALISASI = \log (\text{harga obligasi di periode tertentu} \times \text{jumlah obligasi yang diterbitkan pada periode tertentu}) \quad (3.4)$$

### 3.1.2.4 Rating Obligasi

Perbedaan opini diukur dengan menggunakan *Rating* Obligasi berdasarkan definisi *Rating* Obligasi tentang kredibilitas (*creditworthiness*) yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO. Variabel *Rating* Obligasi dikelompokkan menjadi 10 kategori, yaitu: (1) *In default* yang dinyatakan dalam peringkat D, (2) *In default*

*with little prospect for recovery*, (3) *Extremely speculative* yang dinyatakan dalam peringkat CCC, (4) *Substantial risks*, (5) *Highly speculative* yang dinyatakan dalam peringkat B+, B, B-, (6) *Non Investment grade/speculative* yang dinyatakan dalam peringkat BB+, BB, BB-, (7) *Lower medium grade* yang dinyatakan dalam peringkat BBB+, BBB, BBB-, (8) *Upper medium grade* yang dinyatakan dalam peringkat A+, A, A-, (9) *High grade* yang dinyatakan dalam peringkat AA+, AA, AA-, (10) *Prime* yang dinyatakan dalam peringkat AAA, sebagaimana dipaparkan dalam tabel 2.1. Selanjutnya *Rating* Obligasi yang berdasarkan definisi tersebut ditransfirmasikan ke dalam angka dengan ketentuan bahwa peringkat kredit untuk obligasi, dikonversi ke skala numerik dimana *rating*:

$$AAA = 10 \text{ dan } D = 1 \quad (3.5)$$

### 3.1.2.5 Bid-Ask

Asimetri informasi diukur dengan *Bid-Ask* yaitu dengan harga tertinggi dan harga terendah permintaan-penawaran obligasi perusahaan yang menerbitkan obligasi. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$Bid-Ask = bid - ask \quad (3.6)$$

Keterangan:

*ask* : harga permintaan jual terendah terjadi pada saat harga nominal obligasi lebih tinggi terhadap harga pasar yang sebenarnya (*true price*)

*bid* : harga penawaran beli tertinggi terjadi pada saat harga nominal obligasi lebih rendah terhadap harga pasar yang sebenarnya (*true price*)

### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009 yang menerbitkan obligasi berkupon tetap (*fixed rate*). Penelitian ini menggunakan data laporan transaksi perdagangan obligasi tahun 2009 dengan pertimbangan bahwa direktori mengenai pasar obligasi baru berlaku secara efektif pada akhir tahun 2008. Dengan demikian, peneliti menggunakan laporan transaksi perdagangan obligasi periode 2009 karena pada tahun tersebut perusahaan dianggap telah mampu dan siap untuk melakukan pengungkapan dan pelaporan surat utang (obligasi) yang mengakibatkan meningkatnya aktivitas perdagangan obligasi perusahaan tersebut dibandingkan dengan tahun 2008. Penelitian ini juga menggunakan data obligasi berkupon tetap (*fixed rate*) karena kesulitan data yang didapat apabila menggunakan jenis obligasi selain obligasi berkupon tetap dan data yang didapat dari direktori mengenai pasar obligasi adalah obligasi berkupon tetap (*fixed rate*). Dengan demikian, peneliti menggunakan obligasi berkupon tetap (*fixed rate*) daripada jenis obligasi yang lain.

Metode pengambilan sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Dengan metode ini pemilihan sampel dilakukan dengan mengambil sampel yang telah ditentukan sebelumnya berdasarkan maksud dan tujuan penelitian dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan telah terdaftar di BEI yang menerbitkan obligasi berkupon tetap (*fixed rate*) periode 2009.

2. Laporan transaksi perdagangan obligasi perusahaan yang berkupon tetap (*fixed rate*) pada periode 2009.
3. Memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

### **3.3 Jenis dan Sumber Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data ini berasal dari perusahaan yang menerbitkan obligasi berkupon tetap yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data tersebut diambil dari *Indonesia Bond Market Directory* yang ada di data base pasar modal pojok BEI Fakultas Ekonomi UNDIP Semarang, laporan transaksi perdagangan obligasi perusahaan yang berkupon tetap, situs resmi lembaga pemeringkatan efek seperti PEFINDO, dan kamus wikipedia.

### **3.4 Metode Pengumpulan Data**

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah dengan metode dokumentasi, yaitu dengan mengumpulkan data dari laporan transaksi perdagangan obligasi perusahaan yang berkupon tetap periode 2009. Hal ini dilakukan dengan cara melakukan penelusuran dan pencatatan informasi yang diperlukan pada data sekunder yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market Directory*. Dari laporan transaksi perdagangan obligasi perusahaan yang berkupon tetap, diperoleh data seperti nilai par, *term to maturity*, *rating* obligasi, *trading volume*, nilai outstanding, dan nilai low-high.

### 3.5 Metode Analisis Data

#### 3.5.1 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik harus dilakukan dalam penelitian ini, untuk menguji apakah data memenuhi asumsi klasik. Hal ini dilakukan untuk menghindari terjadinya estimasi yang bias, mengingat tidak pada semua data dapat diterapkan dalam metode regresi. Pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji Normalitas, uji Multikolonieritas, dan Uji Heteroskedastisitas.

##### 3.5.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Dalam uji normalitas ini ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak, yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik (Ghozali, 2007). Alat uji yang digunakan pada penelitian ini adalah dengan analisis grafik histogram dan grafik *normal probability plot* dan uji statistik dengan *Kolmogorov-Smirnov Z (1-Sample K-S)*.

Dasar pengambilan keputusan dengan analisis grafik *normal probability plot* adalah (Ghozali, 2007):

1. Jika titik menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika titik menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Dasar pengambilan keputusan uji statistik dengan *Kolmogorov-Smirnov Z (1-Sample K-S)* adalah (Ghozali, 2007):

1. Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* kurang dari 0,05, maka  $H_0$  ditolak. Hal ini berarti data residual terdistribusi tidak normal.
2. Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih dari 0,05, maka  $H_0$  diterima. Hal ini berarti data residual terdistribusi normal.

### 3.5.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2007). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas, dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan lawannya *variance inflation factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena  $VIF = 1/Tolerance$ ). Nilai *cutoff* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai  $Tolerance \leq 0,10$  atau sama dengan nilai  $VIF \geq 10$ .

### 3.5.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2007). Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homokedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas. Untuk mengetahui ada tidaknya



heteroskedastisitas pada penelitian ini diuji dengan melihat grafik scatterplot antara nilai prediksi variabel dependen (ZPRED) dengan nilai residualnya (SRESID). Dasar pengambilan keputusan sebagai berikut (Ghozali, 2007) :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heterokdastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka ) pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

### 3.5.2 Analisis Regresi Berganda

Setelah mendapatkan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini, peneliti akan melakukan serangkaian tahap untuk menghitung dan mengolah data tersebut, agar dapat mendukung hipotesis yang telah diajukan.

Adapun tahap-tahap penghitungan dan pengolahan data sebagai berikut:

1. Menghitung visibilitas obligasi yang diproksi dengan Umur Obligasi, Ukuran Obligasi, dan Kapitalisasi Pasar Obligasi; perbedaan opini yang diproksi dengan *Rating* Obligasi; dan asimetri informasi yang diproksi dengan *Bid-Ask*.
2. Menghitung Likuiditas Obligasi yang diungkapkan perusahaan dalam laporan transaksi perdagangan obligasi berkupon tetap.
3. Menghitung model Regresi.

Metode regresi linier berganda (*multiple regression*) dilakukan terhadap model yang diajukan peneliti dengan menggunakan *Software* SPSS Versi 17.0

untuk memprediksi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Hubungan visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi dengan Likuiditas Obligasi, diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{LIKUDITAS} = \beta_0 + \beta_1 \text{UMUR} + \beta_2 \text{UKURAN} + \beta_3 \text{KAPITALISASI} + \beta_4 \text{RATING} + \beta_5 \text{BID-ASK} + \varepsilon_i \quad (3.7)$$

Keterangan:

LIKUDITAS : Likuiditas Obligasi

UMUR : Umur Obligasi

UKURAN : Ukuran Obligasi

KAPITALISASI : Kapitalisasi Pasar Obligasi

RATING : *Rating* Obligasi

BID-ASK : *Bid-Ask*

$\varepsilon_i$  : *Error*

$I$  : 1,2,..., N dimana N adalah banyaknya observasi

### 3.5.3 Pengujian Hipotesis

Pada dasarnya ada 2 jenis alat uji statistik, yaitu statistik parametrik dan statistik non parametrik. Statistik parametrik digunakan jika distribusi data yang digunakan normal, sedangkan data yang bersifat tidak normal, maka uji statistik yang digunakan adalah statistik non parametrik. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan pengujian statistik parametrik.

Statistik parametrik digunakan apabila peneliti mengetahui fakta yang pasti mengenai sekelompok data yang menjadi sumber sampel (J. Supranto, 2001

dalam Rosmasita, 2006). Menurut Ghazali (2007) ada beberapa kondisi yang harus dipenuhi agar uji statistik parametrik dapat digunakan, yaitu:

1. Observasi harus independen
2. Populasi asal observasi harus berdistribusi normal.
3. Varians populasi masing-masing grup dalam hal analisis dengan dua grup harus sama.
4. Variabel harus diukur paling tidak dalam skala interval.

Jika distribusi data bersifat normal, maka digunakanlah uji statistik parametrik. Uji regresi merupakan salah satu jenis uji statistik parametrik, untuk menguji hipotesis yang diajukan peneliti maka akan dilakukan uji pengaruh simultan (F test), uji koefisien determinasi, dan uji pengaruh parsial (t test).

### **3.5.3.1 Uji Pengaruh Simultan (F test)**

Pengujian ini bertujuan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ( $\alpha=5\%$ ). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut:

1. Bila nilai signifikansi  $f < 0.05$ , maka  $H_0$  ditolak atau  $H_a$  diterima yang berarti koefisien regresi signifikan, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara semua variabel independen terhadap variabel dependen.
2. Apabila nilai signifikansi  $f > 0.05$ , maka  $H_0$  diterima atau  $H_a$  ditolak yang berarti koefisien regresi tidak signifikan. Hal ini artinya kelima variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

### 3.5.3.2 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Nilai  $R^2$  digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu (1) berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Nilai  $R^2$  digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan model dalam menerangkan variabel independen, tapi karena  $R^2$  mengandung kelemahan mendasar, yaitu adanya bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model, maka dalam penelitian ini menggunakan *adjusted*  $R^2$  berkisar antara 0 dan 1. Jika nilai *adjusted*  $R^2$  semakin mendekati 1 maka makin baik kemampuan model tersebut dalam menjelaskan variabel dependen.

### 3.5.3.3 Uji Parsial (t test)

Pengujian ini bertujuan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas atau independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ( $\alpha=5\%$ ). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut:

1. Bila nilai signifikansi  $t < 0.05$ , maka  $H_0$  ditolak, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara satu variabel independen terhadap variabel dependen.

2. Apabila nilai signifikansi  $t > 0.05$ , maka  $H_0$  diterima, artinya terdapat tidak ada pengaruh yang signifikan antara satu variabel independen terhadap variabel dependen.

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Berdasarkan data yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market Directory* 2009 diketahui bahwa perusahaan yang menerbitkan obligasi sebanyak 87 perusahaan. Dari jumlah tersebut, hanya 49 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian yang telah ditetapkan sebagaimana dipaparkan dalam bab III. Penentuan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling*, sebagai berikut:

**Tabel 4.1**  
**Ringkasan Perolehan Sampel Penelitian**

KETERANGAN	JUMLAH
Jumlah perusahaan yang menerbitkan obligasi terdaftar di BEI tahun 2009	87
Data perusahaan penerbit obligasi yang tersedia secara kriteria	55
Data rusak, tidak lengkap, dan tidak memenuhi kriteria	(6)
Jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel	49

*Sumber: Data Indonesia Bond Market Directory 2009 yang telah diolah*

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa terdapat 49 perusahaan sampel, tetapi jumlah observasi sebesar 109, hal ini dikarenakan dari satu perusahaan sampel dapat menerbitkan obligasi lebih dari satu obligasi sebagaimana dipaparkan dalam halaman lampiran.

## 4.2 Analisis Data

### 4.2.1 Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan suatu gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Hasil analisis deskriptif dengan menggunakan *SPSS 17.0* dari variabel-variabel penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Statistik Deskriptif**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UMUR	109	2	30	6.76	3.792
UKURAN	109	8	12	9.11	1.449
KAPITALISASI	109	17.954	24.176	20.41856	1.539720
RATING	109	1	10	8.18	1.911
BID-ASK	109	.000	9.457	1.47497	1.745743
LIKUIDITAS	109	.009	13.471	.69418	1.391495
Valid N (listwise)	109				

*Sumber: data yang telah diolah*

Nilai-nilai statistik data awal dalam proses pengolahan belum menghasilkan data yang berdistribusi normal, sehingga beberapa data *outlier* dikeluarkan dari analisis. *Outlier* adalah kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk variabel tunggal atau kombinasi (Ghozali, 2007). *Outlier* perlu dibuang jika data *outlier* tidak

menggambarkan observasi dalam populasi. Berikut statistik deskriptif untuk data yang sudah normal.

**Tabel 4.3**  
**Statistik Diskriptif setelah Mengeluarkan Outlier**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UMUR	98	2	30	6.85	3.917
UKURAN	98	8	12	9.11	1.446
KAPITALISASI	98	17.954	24.176	20.49510	1.523900
RATING	98	1	10	8.15	2.007
BID-ASK	98	.000	9.457	1.50089	1.790476
LIKUIDITAS	98	.009	1.305	.41886	.345201
Valid N (listwise)	98				

*Sumber: data yang telah diolah*

Dari hasil *screening* data dan pengujian *outlier*, didapatkan 98 observasi yang dapat digunakan untuk melakukan pengujian statistik setelah mengeluarkan data *outlier* sebanyak 11 observasi.

Nilai variabel Umur Obligasi, nilai yang terkecil adalah 2 dan nilai yang terbesar adalah 30. Semakin lama Umur Obligasi, berarti frekuensi Umur Obligasi melakukan transaksi semakin kecil. Hal ini berarti Umur Obligasi suatu perusahaan paling sedikit jangka jatuh temponya 2 tahun dan paling tinggi jangka waktu jatuh temponya 30 tahun. Nilai rata-rata sebesar 6,85 artinya rata-rata Umur Obligasi perusahaan sampel jangka waktu jatuh temponya sebesar 6,85 tahun. Standar deviasi sebesar 3,917 menunjukkan variasi yang terdapat dalam variabel Umur Obligasi.



Pada variabel Ukuran Obligasi, semakin besar nilainya berarti perusahaan tersebut semakin besar karena mempunyai nilai par (*log Par*) yang lebih banyak. Nilai yang terkecil adalah 8 dan nilai yang terbesar adalah 12. Hal ini berarti *log Par* yang dimiliki oleh perusahaan paling kecil adalah 8 dan *log Par* paling besar adalah 12. Nilai rata-rata variabel Ukuran Obligasi adalah 9,11 berarti *log Par* yang dimiliki oleh perusahaan sebesar 9,11. Standar deviasi sebesar 1,446 menunjukkan variasi yang terdapat dalam variabel Ukuran Obligasi.

Pada variabel Kapitalisasi Pasar Obligasi, semakin besar nilainya berarti perusahaan tersebut semakin besar karena mempunyai nilai Kapitalisasi Pasar Obligasi (*log Kapitalisasi Pasar Obligasi*) yang lebih banyak. Nilai yang terkecil adalah 17,954, dan nilai terbesar adalah 24,176 dengan nilai rata-rata sebesar 20,49510. Hal ini berarti *log Kapitalisasi Pasar Obligasi* yang dimiliki perusahaan sampel paling kecil adalah 17,954 dan *log Kapitalisasi Pasar Obligasi* yang dimiliki oleh perusahaan paling besar adalah 24,176 dan rata-rata tiap perusahaan sampel memiliki *log Kapitalisasi Pasar Obligasi* sebesar 20,49510. Standar deviasi sebesar 1,523900 menunjukkan variasi yang terdapat dalam variabel Kapitalisasi Pasar Obligasi.

Pada variabel *Rating* Obligasi, semakin tinggi nilainya berarti frekuensi *Rating* Obligasi melakukan transaksi semakin sering. Nilai yang terkecil variabel ini adalah 1, dan nilai yang terbesar adalah 10 dengan nilai rata-rata adalah 8,15. Hal ini berarti *Rating* Obligasi perusahaan sampel paling sedikit melakukan transaksi obligasi yang nilai *rating* dalam kelompok 1 atau dalam kelompok *in default* dan paling sering yang bernilai *rating* dalam kelompok 10 atau dalam

kelompok *prime* dengan rata-rata *Rating* Obligasi yang bernilai dalam kelompok 8,15. Standar deviasi sebesar 2,007 menunjukkan variasi yang terdapat dalam variabel *Rating* Obligasi.

Pada variabel *Bid-Ask*, harga terkecil variabel ini adalah 0,000 dan harga yang terbesar adalah 9,457 dengan harga rata-rata *Bid-Ask* sebesar 1,50089. Hal ini berarti perusahaan sampel mempunyai selisih harga penawaran beli tertinggi (*bid*) dengan harga permintaan jual terendah (*ask*) paling kecil sebesar 0,000 dan perusahaan yang memiliki selisih harga penawaran beli tertinggi (*bid*) dengan harga permintaan jual terendah (*ask*) paling tinggi sebesar 9,457 dan rata-rata perusahaan memiliki harga *Bid-Ask* sebesar 1,50089. Standar deviasi sebesar 1,790476 menunjukkan variasi yang terdapat dalam *Bid-Ask*.

Pada variabel Likuiditas Obligasi, semakin besar nilai Likuiditas Obligasi berarti volume perdagangan obligasi semakin tinggi. Nilai yang terkecil adalah 0,009 dan nilai yang terbesar adalah 1,305 dengan nilai rata-rata sebesar 0,41886. Hal ini berarti tingkat Likuiditas Obligasi yang dimiliki suatu perusahaan paling sedikit sebesar 0,9% dan paling tinggi tingkat Likuiditas Obligasi suatu perusahaan sebesar 130,5%. Rata-rata tingkat Likuiditas Obligasi yang dimiliki oleh perusahaan sampel sebesar 41,886%. Standar deviasi sebesar 0,345201 menunjukkan variasi yang terdapat dalam variabel Likuiditas Obligasi.

#### **4.2.2 Hasil Uji Asumsi Klasik**

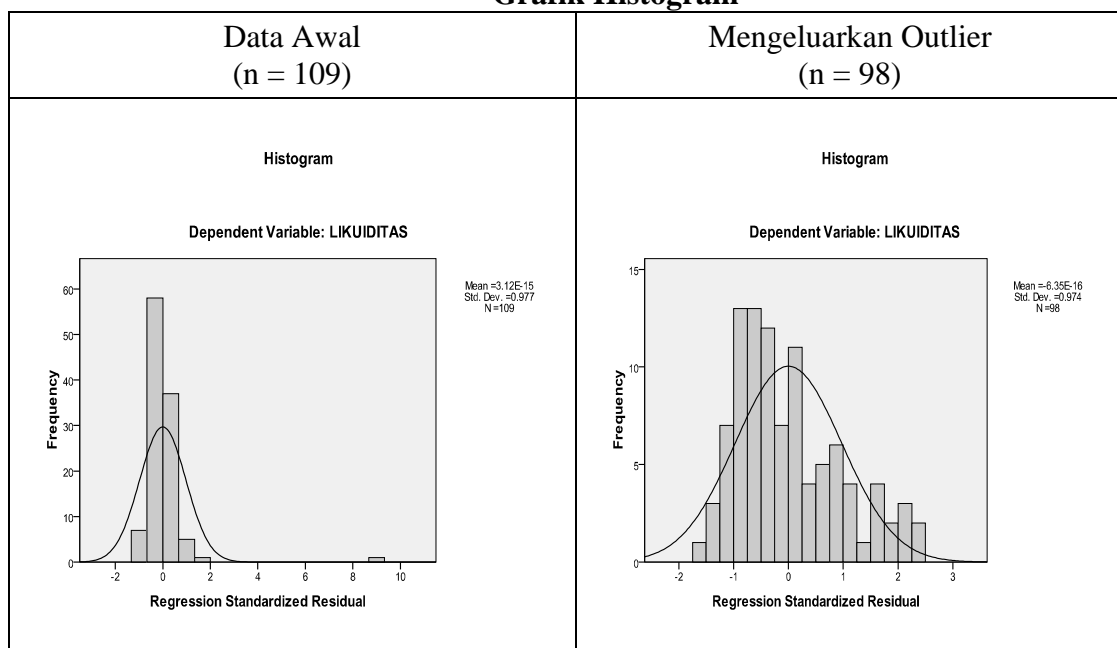
##### **4.2.2.1 Hasil Uji Normalitas**

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Suatu model

regresi yang baik adalah dimana datanya berdistribusi normal atau mendekati normal. Distribusi normal dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan analisis grafik histogram dan *normal probability plot*, dan analisis statistik non-parametrik *Kolmogorov-Smirnov (K-S)*. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal.

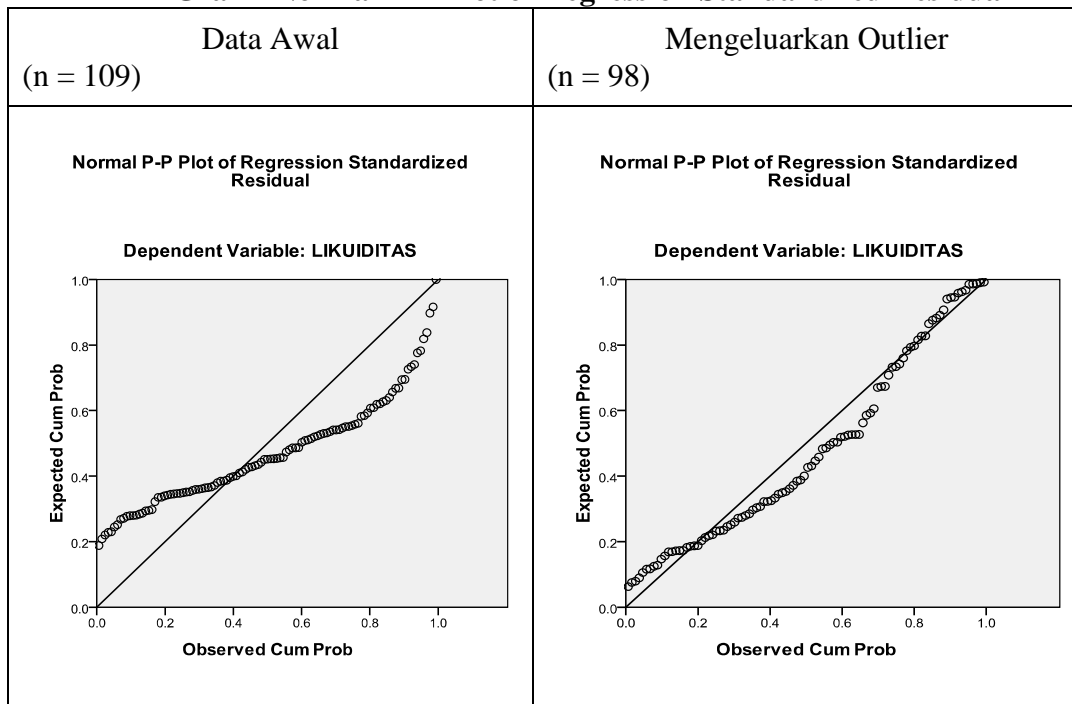
Berdasarkan hasil dari uji normalitas pada penelitian ini dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa penyebaran data mendekati normal atau memenuhi asumsi normalitas. Berikut ini adalah masing-masing tampilan grafik histogram dan *normal probability plot* sebelum dan setelah mengeluarkan data outlier yang ditunjukkan dalam Gambar 4.1 dan Gambar 4.2.

**Gambar 4.1**  
**Grafik Histogram**



Sumber: data yang telah diolah

**Gambar 4.2**  
**Grafik Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**



*Sumber: data yang telah diolah*

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov**  
**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		98
Normal Parameters <sup>a, b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.31342651
Most Extreme Differences	Absolute	.125
	Positive	.125
	Negative	-.060
Kolmogorov-Smirnov Z		1.239
Asymp. Sig. (2-tailed)		.093

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

*Sumber: data yang telah diolah*

Pada hasil uji statistik non-parametrik *Kolmogorov - Smirnov (K-S)* dapat dilihat bahwa nilai *Kolmogorov - Smirnov* sebesar 1,239 dan tidak signifikan pada 0,05 (karena  $p = 0,093 > 0,05$ ), maka dapat dinyatakan bahwa residual berdistribusi normal.

#### 4.2.2.2 Hasil Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah di dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Multikolinearitas dapat dilihat dengan membandingkan nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Multikolinearitas terjadi jika nilai Tolerance < 0,10 atau nilai VIF > 10.

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

Coefficients <sup>a</sup>							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.065	.761		.085	.933		
UMUR	-.028	.009	-.322	-3.119	.002	.839	1.192
UKURAN	-.078	.070	-.326	-1.115	.268	.105	9.522
KAPITALISASI	.059	.067	.258	.877	.383	.103	9.696
RATING	-.001	.018	-.007	-.062	.951	.777	1.286
BID-ASK	.045	.021	.231	2.152	.034	.775	1.290

a. Dependent Variable: LIKUIDITAS

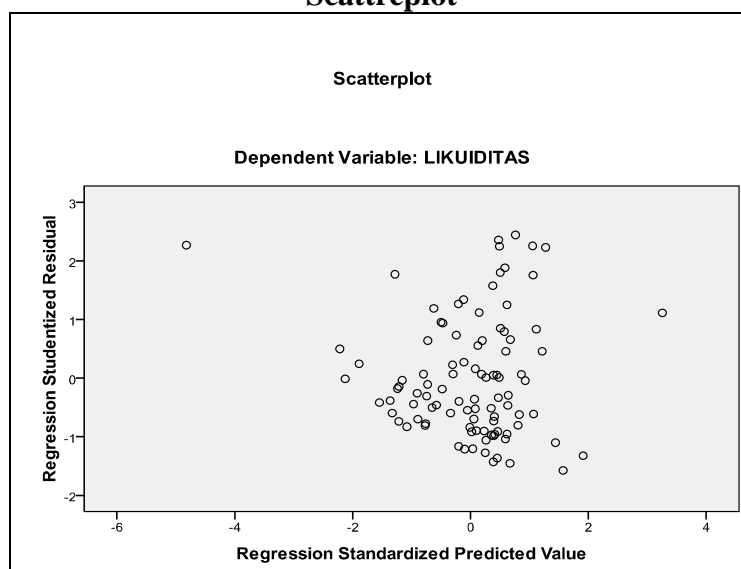
Sumber: data yang telah diolah

Berdasarkan tabel 4.5 dapat dilihat bahwa UMUR, UKURAN, KAPITALISASI, RATING dan BID-ASK menunjukkan nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai VIF < 10. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa variabel independen yang digunakan dalam model regresi penelitian ini adalah terbebas dari multikolinearitas atau dapat dipercaya dan obyektif.

#### 4.2.2.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homokedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homokedastisitas atau yang tidak terjadi Heteroskedastisitas. Penelitian ini menggunakan cara dengan melihat grafik plot untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas (Ghozali, 2007).

**Gambar 4.3**  
**Scattreplot**



*Sumber: data yang telah diolah*

Berdasarkan hasil pengujian dengan tingkat probabilitas signifikansi variabel independen  $< 0,05$  atau 5%, pada gambar 4.3 dapat dilihat bahwa tidak ada pola yang jelas atau menyebar, titik-titik penyebaran berada di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas.

### 4.2.3 Hasil Pengujian Hipotesis

#### 4.2.3.1 Hasil Uji F (F test)

Pengujian ini bertujuan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Dari hasil pengujian ini pada tabel 4.6 dapat dilihat pada nilai F hitung sebesar 3,920 dan signifikan pada 0,003. Dengan menggunakan tingkat  $\alpha$  (alfa) 0,05 atau 5%, maka  $H_0$  berhasil ditolak dan  $H_1$  gagal ditolak. Penolakan  $H_0$  dibuktikan dengan hasil perhitungan bahwa nilai sig  $0,003 < \text{dari } \alpha \text{ (alfa)} = 0,05$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel UMUR, UKURAN, KAPITALISASI, RATING, dan BID-ASK secara bersama-sama (simultan) mempengaruhi variabel LIKUIDITAS.

**Tabel 4.6**  
**Hasil Uji F (F test)**

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.030	5	.406	3.920	.003 <sup>a</sup>
	Residual	9.529	92	.104		
	Total	11.559	97			

a. Predictors: (Constant), BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI

b. Dependent Variable: LIKUIDITAS

*Sumbe : data yang telah diolah*

#### 4.2.3.2 Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi digunakan untuk menguji *goodness of-fit* dari model regresi, yaitu seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji Koefisien Determinasi**

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.419 <sup>a</sup>	.176	.131	.321831

a. Predictors: (Constant), BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI

b. Dependent Variable: LIKUIDITAS

*Sumber: data yang telah diolah*

Berdasarkan tabel 4.7 dapat dilihat besar nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,131 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 13,1%. Hal ini berarti 13,1% Likuiditas Obligasi dipengaruhi variabel Umur Obligasi, Ukuran Obligasi, Kapitalisasi Pasar Obligasi, *Rating* Obligasi, dan *Bid-Ask*. Sedangkan sisanya 86,9% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

*Standar Error of the Estimate* (SEE) menunjukkan nilai 0,321831 hal ini menunjukkan nilai yang kecil sehingga dapat disimpulkan model regresi layak digunakan untuk memprediksi variabel dependen. Sementara itu, nilai R sebesar 0,419 menunjukkan hubungan antara variabel dependen yaitu Likuiditas Obligasi dengan variabel independen yaitu Umur Obligasi, Ukuran Obligasi, Kapitalisasi Pasar Obligasi, *Rating* Obligasi, dan *Bid-Ask* cukup kuat.



#### 4.2.3.3 Hasil Uji t (t test)

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan signifikansi dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Uji t dilakukan untuk memeriksa lebih lanjut manakah diantara kelima variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, dari kelima variabel independen yang dimasukkan dalam model dengan signifikansi 5% dapat disimpulkan bahwa variabel UMUR dan BID-ASK berpengaruh signifikan terhadap variabel LIKUIDITAS, sedangkan variabel UKURAN, KAPITALISASI, RATING, tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel LIKUIDITAS.

**Tabel 4.8**  
**Hasil Uji t**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Keputusan Terhadap Ha
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.065	.761		.085	.933	
UMUR*	-.028	.009	-.322	-3.119	*.002	Diterima
UKURAN	-.078	.070	-.326	-1.115	.268	Ditolak
KAPITALISASI	.059	.067	.258	.877	.383	Ditolak
RATING	-.001	.018	-.007	-.062	.951	Ditolak
BID-ASK*	.045	.021	.231	2.152	*.034	Ditolak

*Sumber: data yang telah diolah*

*\* signifikan*

Hasil pengujian terhadap hipotesis-hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

### 1. Hipotesis 1a ( $H_{1a}$ )

Variabel Umur Obligasi (UMUR) memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar -3,119 dan nilai  $sig$  sebesar 0,002. Nilai  $sig$   $0,002 < \alpha$  (0,05), hal ini berarti variabel Umur Obligasi (UMUR) signifikan pada level 5% dengan arah koefisien negatif, sehingga penelitian ini berhasil menolak  $H_0$ . Dapat disimpulkan bahwa variabel Umur Obligasi berpengaruh secara signifikan terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan. Dengan demikian,  $H_{1a}$  “Umur Obligasi berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi” diterima.

### 2. Hipotesis 1b ( $H_{1b}$ )

Variabel Ukuran Obligasi (UKURAN) memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar -1,115 dan nilai  $sig$  sebesar 0,268. Nilai  $sig$   $0,268 > \alpha$  (0,05), hal ini berarti variabel Ukuran Obligasi (UKURAN) tidak signifikan pada level 5% sehingga penelitian ini tidak dapat menolak  $H_0$ . Dapat disimpulkan bahwa variabel Ukuran Obligasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan. Dengan demikian,  $H_{1b}$  “Ukuran Obligasi berpengaruh positif terhadap Likuiditas Obligasi” ditolak.

### 3. Hipotesis 1c ( $H_{1c}$ )

Variabel Kapitalisasi Pasar Obligasi (KAPITALISASI) memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar 0,877 dan nilai  $sig$  sebesar 0,383. Nilai  $sig$   $0,383 > \alpha$  (0,05), hal ini berarti variabel Kapitalisasi Pasar Obligasi (KAPITALISASI) tidak signifikan

pada level 5% sehingga penelitian ini tidak dapat menolak  $H_0$ . Dapat disimpulkan bahwa variabel Kapitalisasi Pasar Obligasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan. Dengan demikian,  $H_{1c}$  “Kapitalisasi Pasar Obligasi berpengaruh terhadap positif Likuiditas Obligasi” ditolak.

#### 4. Hipotesis 2 ( $H_2$ )

Variabel *Rating* Obligasi (RATING) memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar -0,062 dan nilai *sig* sebesar 0,951. Nilai *sig*  $0,951 > \alpha$  (0,05), hal ini berarti variabel *Rating* Obligasi (RATING) tidak signifikan pada level 5% sehingga penelitian ini tidak dapat menolak  $H_0$ . Dapat disimpulkan bahwa variabel *Rating* Obligasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan. Dengan demikian,  $H_2$  “*Rating* Obligasi berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi” ditolak.

#### 5. Hipotesis 3 ( $H_3$ )

Variabel *Bid-Ask* (BID-ASK) memiliki nilai  $t_{hitung}$  sebesar 2,152 dan nilai *sig* sebesar 0,034. Nilai *sig*  $0,034 < \alpha$  (0,05), hal ini berarti variabel *Bid-Ask* signifikan pada level 5% tetapi dengan arah koefisien yang positif, sehingga penelitian ini tidak dapat menolak  $H_0$ . Dapat disimpulkan bahwa variabel *Bid-Ask* berpengaruh signifikan positif terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan. Dengan demikian,  $H_3$  “*Bid-Ask* berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi” ditolak.

### **4.3 Interpretasi Hasil**

#### **4.3.1 Likuiditas Obligasi**

Berdasarkan hasil *content analysis* yang dilakukan terhadap 49 perusahaan yang menerbitkan obligasi ber kupon tetap yang terdaftar di BEI tahun 2009, diperoleh hasil yang menggambarkan tingkat Likuiditas Obligasi suatu perusahaan pada laporan transaksi perdagangan obligasi. Tingkat Likuiditas Obligasi paling tinggi dimiliki oleh Jakarta Propertindo I Tahun 2007 dan Summarecon Agung Tbk. Sukuk Ijarah I Tahun 2008 sebesar 1,305, sedangkan paling kecil sebesar 0,009 dimiliki oleh Perum Pegadaian XII Tahun 2007 Seri B. Berdasarkan analisis secara fisik laporan transaksi perdagangan obligasi tersebut sudah dapat menggambarkan tingkat likuiditas obligasi yang dilakukan oleh perusahaan, sehingga perbedaan antara tingkat likuiditas obligasi maksimum dan minimum pada penelitian ini dapat dibuktikan lebih lanjut.

Berdasarkan Tabel 4.3 tentang statistik deskriptif penelitian ini diketahui bahwa rata-rata perusahaan di Indonesia yang menerbitkan obligasi ber kupon tetap memiliki tingkat Likuiditas Obligasi hanya sebesar 41,886% saja. Hal ini berarti tingkat Likuiditas Obligasi pada perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi ber kupon tetap di Indonesia tergolong masih rendah.

Masih rendahnya tingkat Likuiditas Obligasi suatu perusahaan akan menyebabkan obligasi kurang menarik karena tersedianya pembeli dan penjual yang sedikit sehingga pihak yang memiliki obligasi tidak dapat menjual obligasinya sewaktu-waktu. Apabila obligasi yang dibeli mempunyai tingkat Likuiditas Obligasi rendah maka nilai obligasi tersebut cenderung lemah yang

mengakibatkan investor tidak tertarik untuk membeli obligasi tersebut. Tetapi apabila tingkat Likuiditas Obligasi suatu perusahaan tersebut tinggi, maka investor tertarik untuk membeli obligasi tersebut.

#### **4.3.2 Pengaruh Umur Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi**

Berdasarkan hasil pengujian variabel Umur Obligasi (UMUR) terhadap Likuiditas Obligasi (LIKUIDITAS), dapat diketahui bahwa variabel Umur Obligasi berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis pertama a ( $H_{1a}$ ) “Umur Obligasi berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi” diterima. Umur Obligasi yang mempunyai arah koefisien negatif namun signifikan terhadap Likuiditas Obligasi.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Hotchkiss, et al. (2002) dalam Woodley (2007) menyatakan umur obligasi adalah signifikan dan secara negatif menunjukkan bahwa perdagangan obligasi semakin tua semakin berkurang. Hal ini berarti berpengaruhnya Umur Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi yang arah koefisiennya negatif menandakan bahwa lama tidaknya jangka waktu obligasi dapat mempengaruhi investor untuk membeli obligasi yang ditawarkan. Hal ini berarti bahwa pada obligasi yang memiliki jangka waktu pendek diminati oleh investor sehingga aktivitas perdagangan obligasi tersebut tinggi yang menandakan tingkat Likuiditas Obligasi suatu perusahaan tinggi. Sebaliknya obligasi yang memiliki jangka waktu lama kurang diminati oleh investor karena dalam masa atau periode yang begitu lama, risiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun bisa saja terjadi

yang mengakibatkan tingkat Likuiditas Obligasi suatu perusahaan tersebut juga menurun.

#### **4.3.3 Pengaruh Ukuran Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi**

Berdasarkan hasil pengujian parsial (uji t) antara variabel Ukuran Obligasi (UKURAN) terhadap Likuiditas Obligasi (LIKUIDITAS) yang disajikan dalam tabel Tabel 4.8 dapat diketahui bahwa Ukuran Obligasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan dan memiliki arah koefisien negatif. Dengan demikian, hipotesis pertama b ( $H_{1b}$ ) “Ukuran Obligasi berpengaruh positif terhadap Likuiditas Obligasi” ditolak.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chakravarty dan Sarkar (2003) dan Hong dan Warga (2000) dalam Woodley (2007) melaporkan bahwa outstanding tidak berdampak pada harga penawaran-permintaan obligasi khususnya untuk sampel yang terdiri dari perusahaan perdagangan asuransi, sementara hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hotchkiss, et al. (dikutip oleh Woodley, 2007) menemukan bahwa ukuran obligasi adalah satu-satunya penentu terbesar volume perdagangan untuk database yang sama. Hal ini berarti menandakan bahwa ukuran obligasi (harga jual obligasi atau nilai par) yang ditawarkan tidak menjadi pertimbangan investor untuk memberikan investasinya pada obligasi yang ditawarkan. Karena investor mengutamakan dana yang diinvestasikan dapat dikembalikan lebih cepat atau memiliki tingkat likuiditas obligasi yang tinggi daripada melihat nilai par dari obligasi tersebut. Dengan demikian, Ukuran Obligasi tidak dapat mempengaruhi Likuiditas Obligasi.

#### **4.3.4 Pengaruh Kapitalisasi Pasar Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi**

Dalam penelitian ini, variabel Kapitalisasi Pasar Obligasi tidak mempengaruhi Likuiditas Obligasi perusahaan. Berdasarkan hasil dari pengujian variabel Kapitalisasi Pasar Obligasi (KAPITALISASI) dalam Tabel 4.8 memiliki nilai tidak signifikan pada level 5% dengan arah koefisien positif. Dengan demikian, hipotesis pertama c ( $H_{1c}$ ) yang menyatakan bahwa "Kapitalisasi Pasar Obligasi berpengaruh positif terhadap Likuiditas Obligasi" ditolak.

Kapitalisasi Pasar Obligasi tidak berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi. Hal ini menandakan bahwa Kapitalisasi Pasar Obligasi yang merupakan nilai suatu perusahaan yang diperhitungkan berdasarkan jumlah obligasi perusahaan tersebut dengan mengalikan harga sekarang dari obligasi tersebut tidak dapat menarik investor untuk melakukan investasi. Kondisi ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Woodley (2007) yang menemukan adanya hubungan positif yang signifikan antara Kapitalisasi Pasar Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi. Hal ini berarti bahwa pada perusahaan yang memiliki Kapitalisasi Pasar Obligasi rendah juga terdapat pada perusahaan yang memiliki tingkat Likuiditas Obligasi yang tinggi yang artinya perusahaan mengoptimalkan penyaluran dana pinjamannya sehingga dapat memperoleh laba yang diinginkan perusahaan. Dengan demikian, biasanya para pelaku pasar modal berminat pada obligasi yang berkapitalisasi besar tetapi obligasi berkapitalisasi besar belum tentu mempunyai potensi pertumbuhan perusahaan yang bagus serta mempunyai risiko yang rendah karena bisa juga mempunyai risiko yang tinggi atau tingkat Likuiditas Obligasi rendah. Sehingga Kapitalisasi Pasar Obligasi tidak dapat mempengaruhi tingkat Likuiditas Obligasi suatu perusahaan.

#### 4.3.5 Pengaruh *Rating* Obligasi terhadap Likuiditas Obligasi

Pada uji parsial (t test) Tabel 4.8, penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *Rating* Obligasi (RATING) memiliki hubungan arah koefisien negatif namun tidak signifikan. Hal ini berarti variabel *Rating* Obligasi tidak berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan di Indonesia. Dengan demikian, hipotesis kedua (H<sub>2</sub>) yang diajukan “*Rating* Obligasi berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi” ditolak.

Hasil penelitian ini sesuai dengan Hotchkiss, et al. (2002) dalam Woodley (2007) menemukan bahwa risiko kredit yang lebih tinggi mengurangi aktivitas perdagangan. Hal ini berarti *Rating* Obligasi yang rendah menandakan Likuiditas Obligasi yang rendah karena *Rating* Obligasi yang rendah mengurangi aktivitas perdagangan obligasi.

Alasan yang dapat digunakan untuk menjelaskan hal ini adalah berdasarkan Tabel 4.3 statistik deskriptif yang sudah normal, dari data yang telah diolah diketahui bahwa rata-rata *Rating* Obligasi suatu perusahaan ada didalam kelompok 8,15 yang artinya bahwa sebagian besar perusahaan memiliki *Rating* Obligasi didalam kelompok 8,15. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Rating* Obligasi akan menjadi tidak berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi suatu perusahaan karena dimungkinkan *Rating* Obligasi tersebut hanya sebagai formalitas untuk memenuhi peraturan PEFINDO selaku lembaga pemeringkat surat utang, tanpa mempertimbangkan ukuran dari *Rating* Obligasi tersebut sebagai salah satu indikator penting mengenai kualitas kredit perusahaan. Dengan



kata lain seharusnya bahwa *Rating* Obligasi yang tinggi dimiliki oleh perusahaan yang tingkat Likuiditas Obligasinya tinggi.

#### 4.3.6 Pengaruh *Bid-Ask* terhadap Likuiditas Obligasi

Berdasarkan hasil pengujian variabel *Bid-Ask* (BID-ASK) terhadap Likuiditas Obligasi (LIKUIDITAS), ditemukan bahwa *Bid-Ask* signifikan pada level 5% tetapi dengan arah koefisien positif, sehingga hipotesis ketiga ( $H_3$ ) yang menyebutkan bahwa “*Bid-Ask* berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Obligasi” ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa harga *Bid-Ask* berpengaruh signifikan positif terhadap tingkat Likuiditas Obligasi.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Barclay, dkk (1998) dan Chordia, dkk (2000) dalam Woodley (2007) yang menyatakan korelasi negatif antara *bid-ask spread* dengan volume perdagangan. Alasan yang dapat menjelaskan hal ini dimungkinkan adalah faktor yang menandakan bahwa asimetri informasi dapat mempengaruhi investor dalam melakukan investasi dengan membeli obligasi yang ditawarkan oleh perusahaan. Dimana investor biasanya hanya melihat laporan keuangan perusahaan terutama laba perusahaan tersebut yang bisa menandakan tingkat likuiditas obligasinya tinggi atau rendah untuk menginvestasikan dananya. Sehingga dengan adanya asimetri informasi manajemen (*agent*) bisa memanipulasi laporan keuangan perusahaan tersebut. Sebab untuk menilai suatu harga *bid-ask* tidak hanya memperhatikan laporan keuangan saja, tetapi juga kualitas dan komponen-komponen yang terkait tentang semua hal dari perusahaan tersebut. Hal ini berarti *agent* (manajer) yang melakukan transaksi obligasi dengan *liquidity trader*

(investor tanpa informasi), maka mengakibatkan asimetri informasi yang tinggi menyebabkan pertemuan antara harga penawaran beli tertinggi (*bid*) dan harga permintaan jual terendah (*ask*) relatif lebih kecil. Hal ini mengakibatkan perbedaan antara besarnya harga penawaran beli tertinggi dan harga permintaan jual terendah (*bid-ask*) semakin besar. Dengan demikian, asimetri informasi yang tinggi mengakibatkan manajer (*agent*) meningkatkan *bid-ask* untuk mendapatkan kompensasi atau melindungi dirinya dari kerugian yang menandakan likuiditas obligasi juga meningkat dikarenakan semakin banyaknya investor yang dapat menjual dan membeli obligasi karena perbedaan harga *bid-ask* yang tinggi tidak mempengaruhi investor untuk memiliki obligasi tersebut yang penting dana yang diinvestasikan dapat dikembalikan lebih cepat atau memiliki tingkat likuiditas obligasi yang tinggi dan juga bisa disebabkan oleh semakin besar kepemilikan obligasi dan jumlah transaksi yang dapat dilihat dari volume perdagangan dan jumlah pemegang obligasi yang disebabkan adanya asimetri informasi. Sehingga *bid-ask* suatu obligasi lebih tinggi juga menindikasikan likuiditas obligasi yang besar dan juga sebaliknya.

## **BAB V**

### **PENUTUP**

#### **5.1 Simpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk melihat faktor-faktor apa saja yang bisa mempengaruhi Likuiditas Obligasi suatu perusahaan dengan membagi faktor visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi. Didalam penelitian ini variabel dependen dilihat berdasarkan Likuiditas Obligasi, yang diperkirakan akan dipengaruhi oleh faktor visibilitas obligasi yang diproksi dengan Umur Obligasi, Ukuran Obligasi, dan Kapitalisasi Pasar Obligasi, sedangkan faktor perbedaan opini diproksi dengan *Rating* Obligasi. Selain itu ada juga faktor asimetri informasi yang diproksi dengan *Bid-Ask*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor Umur Obligasi, Ukuran Obligasi, Kapitalisasi Pasar Obligasi, *Rating* Obligasi, dan *Bid-Ask* secara bersama-sama mempengaruhi Likuiditas Obligasi hanya sebesar 13,1%. Dengan demikian, faktor-faktor dari visibilitas obligasi, perbedaan opini, dan asimetri informasi tersebut diatas masih belum dapat meningkatkan Likuiditas Obligasi suatu perusahaan secara luas.

Berdasarkan hasil pengujian statistik secara parsial variabel Umur Obligasi, Ukuran Obligasi, Kapitalisasi Pasar Obligasi, *Rating* Obligasi, dan *Bid-Ask* terhadap Likuiditas Obligasi pada perusahaan di Indonesia dengan menggunakan analisis regresi berganda, dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Faktor Umur Obligasi berpengaruh signifikan terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
2. Faktor Ukuran Obligasi tidak berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
3. Faktor Kapitalisasi Pasar Obligasi tidak berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
4. Faktor *Rating* Obligasi tidak berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
5. Faktor *Bid-Ask* tidak berpengaruh terhadap Likuiditas Obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

## **5.2 Keterbatasan Penelitian**

Beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini antara lain:

1. Jumlah sampel yang relatif terbatas, hanya 49 dari 87 perusahaan yang ada, dikarenakan kesulitan memperoleh data obligasi secara lengkap.
2. Penelitian ini masih berupa penelitian yang memberikan gambaran umum mengenai variabel yang mempengaruhi likuiditas obligasi pada pasar obligasi di Indonesia, sehingga referensi yang digunakan masih terbatas akibat terbatasnya penelitian yang telah dilakukan.
3. Periode pengamatan terbatas hanya satu tahun, yaitu hanya pada tahun 2009, sehingga mungkin tidak dapat menggambarkan keadaan yang sebenarnya mengenai tingkat likuiditas obligasi suatu perusahaan.

4. Tingkat *Adjusted R<sup>2</sup>* yang rendah dari model yang diuji 0,131 dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap likuiditas obligasi perusahaan.

### 5.3 Saran

Dari simpulan dan keterbatasan dalam penelitian ini, maka saran yang dapat diberikan antara lain:

1. Pemerintah hendaknya menetapkan regulasi yang secara tegas dan jelas mengatur mengenai tata cara penatausahaan, pertanggungjawaban, dan publikasi informasi atas pengelolaan surat utang (obligasi) pada perusahaan di Indonesia sehingga dalam menghitung tingkat likuiditas obligasi suatu perusahaan di Indonesia semakin baik.
2. Penelitian selanjutnya sebaiknya memperluas periode pengamatan agar dapat lebih menggambarkan tingkat likuiditas obligasi perusahaan di Indonesia.
3. Rendahnya *Adjusted R<sup>2</sup>* dari model yang diuji dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap likuiditas obligasi, sehingga penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan untuk menggunakan variabel lainnya juga diluar variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

## DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, L. S dan V. Devi. 2007. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". *Proceeding Seminar Nasional Manajemen SMART*, November: 3, Surabaya
- Ang, Robert. 1997. "*Pasar Modal Indonesia (The intelligent guide to Indonesia Capital Market)*". Edisi Pertama. Jakarta: Mediasoft.
- Astuti, S. 2003. "Pengaruh Laporan Keuangan Terhadap Peringkat Hutang (Bond Rating) Studi Empiris pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta". *Wahana*, Vol. 6, No. 2, pp. 105-112.
- Baridwan, Z. dan Zuhrotun. 2005. "Pengaruh Pengumuman Peringkat Terhadap Kinerja Obligasi". *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, September: 15-16, Solo.
- Bursa Efek Indonesia. 2009. Obligasi. Didownload dari [www.google.com](http://www.google.com)
- Chakravarty, S dan A. Sarkar. 1999. "Liquidity in US Fixed Income Markets: A Comparison of the Bid-Ask Spread in Corporate, Government and Municipal Bond Markets", *Working paper*, didownload dari [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).
- Choudhry, M. 2009. "The Value Of Introducing Structural Reform to Improve Bond Market Liquidity: Experience From The U.K. Gilt Market, European". *Journal of Finance and Banking Research*, Vol. 2, No. 2, pp.13-35, didownload dari [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).
- Fabozzi, F. J. 2000. "*Bond Market, Analysis, and Strategies*". International Edition. Fourth Edition. Prentice Hall International Inc.
- Faeber, E. 2000. "*Fundamental of The Bond Market*". McGraw-Hill.
- Fatmawati, S. dan M. Asri. 1999. "Pengaruh Stock Split terhadap Likuiditas Saham yang Diukur dengan Besarnya *Bid-Ask Spread* Di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 14, No. 4, pp. 93-110, Oktober.
- Frensidy, B. 2008. "Determinan Spread Relatif Saham-Saham Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia". Universitas Indonesia. Depok.

- Ghozali, Imam. 2007. "*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*". Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Ghozali, I dan A. Chariri, 2007. *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Harianto, Farid dan S. Sudomo. 1998. "*Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*". P.T. Bursa Efek Jakarta, Jakarta.
- Hartono, Jogyanto (1998), "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*". BPFE UGM: Yogyakarta.
- Hendriksen, Eldon S., dan Michael F. Van Breda. 2000. Teori Akunting terjemahan dari *Accounting Theory*. Interaksara. Jakarta.
- Hotchkiss, E.S. dan T. Ronen (2002), "The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An Intraday Analysis", *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 5, pp. 1325-1354. *Working Paper*, didownload dari [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).
- Houweling, Patrick., A. Mentink, dan T. Vorst. 2003. "How to Measure Corporate Bond Liquidity?". *Journal of Banking & Finance*, Oktober: 13.
- Husaini dan Saiful. 2003. "Pengaruh Penerbitan Obligasi Terhadap Risiko dan Return Saham", *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 5 No. 1, pp. 35-46.
- Husnan, Suad. 1994. "*Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*". Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- [http://www.pefindo.com/Products and Services/Rating Definition and Outlook](http://www.pefindo.com/Products_and_Services/Rating_Definition_and_Outlook), diakses 8 Maret 2010.
- [http://www.vibiznews.com/Obligasi Articles](http://www.vibiznews.com/Obligasi_Articles). Diakses tanggal 25 Maret 2010.
- [http://www.vibiznews.com/Bondsmutual Articles](http://www.vibiznews.com/Bondsmutual_Articles). Diakses tanggal 25 Maret 2010.
- [http://www.wikipedia.com/Bond Credit Rating](http://www.wikipedia.com/Bond_Credit_Rating). Diakses tanggal 15 April 2010.
- [http://www.wikipedia.com/Kapitalisasi Pasar](http://www.wikipedia.com/Kapitalisasi_Pasar). Diakses tanggal 16 April 2010.
- Ibrahim, Majid. 2007. "Pengaruh Struktur Internal Governance terhadap Earning Manajemen" *Skripsi Tidak Dipublikasikan*. Universitas Diponegoro.
- Indonesia Bond Market Directory*. 2009. Bursa Efek Indonesia, Jakarta.

- Isnanta, Rudi. 2008. "Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan". *Skripsi Tidak Dipublikasikan*. Universitas Islam Indonesia.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vo. 3, No. 4, pp 305-360, Oktober.
- Kempf, Alexander dan M. Uhrig-Homburg. 2000. "Liquidity and Its Impact on Bond Prices", *Schmalenbach Business Review*, Vol. 52, pp. 26-44, Januari.
- Krisnilasari, Monica. 2007. "Analisis Pengaruh Likuiditas Obligasi, *Coupon* dan Jangka Waktu Jatuh Tempo Obligasi terhadap Perubahan Harga Obligasi di Bursa Efek Indonesia". *Tesis Tidak Dipublikasikan*. Universitas Diponegoro.
- Nurfauziah dan Adistien F.S. 2004. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial)". *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2, No. 9, pp. 241-256, Desember.
- PT. PEFINDO. 2010. *Rating Released Obligasi Perusahaan Selama Tahun 2006-2008*.
- Rosmasita, H. 2007. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pengungkapan Sosial (Social Disclosure) Dalam Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta". *Skripsi tidak dipublikasikan*. Universitas Islam Indonesia.
- Setyapurnama, Y. S dan A.M. Vianey. N. 2005. "Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Peringkat Obligasi dan *Yield* Obligasi".
- Ujiyantho, Muh. Arief., dan B. A. Pramuka. "Mekanisme Corporate Governace, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan (Studi pada Perusahaan Go Publik Sektor Manufaktur). *Simposium Nasional Akuntansi X*, Juli: 26-28, Makassar.
- Wang, Yuan. 2009. "Liquidity Effects on Corporate Bond Spreads, Doctoral Student of Finance at Smeal College of Business, Penn State University, University Park".
- Woodley, Melissa. 2007. "Liquidity in The Over-The-Counter Market for Corporate Bonds". Samford University. Birmingham.



# LAMPIRAN

**LAMPIRAN A**  
**Daftar Perusahaan Sampel Penelitian Awal**

<b>NO</b>	<b>NAMA PERUSAHAAN</b>	<b>KODE OBLOGASI</b>
1	Adira Dinamika Multifinance Tbk II Tahun 2006 Seri B	ADMF02B
2	Apexindo Pratama Duta Tbk. I Tahun 2005	APEX01A
3	Apexindo Pratama Duta Tbk. Syariah Ijarah I Tahun 2005	APEX01B
4	Adhi Karya (Persero)Tbk. IV Tahun 2005	ADHI04
5	Adhi Karya (Persero)Tbk. Sukuk Mudharabah I Tahun 2007	SMKADHI01
6	Duta Pertiwi Tbk. V Tahun 2007	DUTI05
7	Bakrieland Development Tbk. Tahun 2008 Seri B	ELTY01A
8	Bakrieland Development Tbk. Tahun 2008 Seri A	ELTY01B
9	Excelcomindo Pratama Tbk. II Tahun 2007	EXCL02
10	Federal Internaational Finance VII Tahun 2007 Seri C	FIFA07C
11	Federal Internaational Finance VII Tahun 2007 Seri D	FIFA07D
12	Federal Internaational Finance VIII Tahun 2008 Seri B	FIFA08B
13	Federal Internaational Finance VIII Tahun 2008 Seri C	FIFA08C
14	Mobile Telecom Tbk. I Tahun 2007	FREN01
15	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. I Tahun 2004 Seri B	HITS01B
16	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. Syari'ah Ijarah I Tahun 2004	HITS01C
17	Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. III Tahun 2004	HMSP03
18	Infoasia Teknologi Global Tbk. I Tahun 2004 Seri B	IATG01B
19	Infoasia Teknologi Global Tbk. I Tahun 2004 Seri C	IATG01C
20	Indofood Sukses Makmur Tbk. III Tahun 2004	INDF03
21	Indofood Sukses Makmur Tbk. IV Tahun 2007	INDF04
22	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. I Tahun 1999 Seri A	INKP02A
23	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. I Tahun 1999 Seri B	INKP02B
24	Indosat Tbk. II Tahun 2002 Seri B	ISAT02BXBFTW
25	Indosat Tbk. II Tahun 2003 Seri B	ISAT03BXBFTW
26	Indosat Tbk. IV Tahun 2005	ISAT04A
27	Indosat Tbk. Syariah Ijarah Tahun 2005	ISAT04B
28	Indosat Tbk. V Tahun 2007 Seri A	ISAT05A
29	Indosat Tbk. V Tahun 2007 Seri B	ISAT05B
30	Indosat Tbk. Sukuk Ijarah II Tahun 2007	SIKISAT02
31	Indosat Tbk. VI Tahun 2008 Seri A	ISAT06A
32	Indosat Tbk. VI Tahun 2008 Seri B	ISAT06B
33	Indosat Tbk. Sukuk Ijarah III Tahun 2008	SIKISAT03
34	Japfa Comfeed Indonesia Tbk. I Tahun 2007	JPFA01
35	Jakarta Propertindo I Tahun 2007	JPRO01
36	Jasa Marga (Persero) Tbk. X Tahun 2002 Seri O	JMPD10OXBFTW
37	Jasa Marga (Persero) Tbk. XI Tahun 2003 Seri P	JMPD11OXBFTW

<b>NO</b>	<b>NAMA PERUSAHAAN</b>	<b>KODE OBLOGASI</b>
38	Jasa Marga (Persero) Tbk. XII Tahun 2006 Seri Q	JMPD12Q
39	Jasa Marga (Persero) Tbk. XIII Tahun 2006 Seri R	JMPD13R
40	Kresna Graha Sekurindo Tbk. I Tahun 2007 Seri C	KREN01C
41	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry I Tahun 2000 Seri A	LPPI02A
42	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry I Tahun 2000 Seri B	LPPI02B
43	Lautan Luas Tbk. III Tahun 2008	LTLS03
44	Malindo Feedmill Tbk. I Tahun 2008	MAIN01
45	Bank Mayapada Internasional Tbk. Subordinasi I Tahun 2005	MAYA01B
46	Bank Mayapada Internasional Tbk. II Tahun 2007 Seri B	MAYA02A
47	Bank Mayapada Internasional Tbk. II Tahun 2007 Seri A	MAYA02B
48	Medco Energi Internasional Tbk. I Tahun 2004	MEDC01
49	Bank Mega Tbk. Subordinasi Tahun 2007	MEGA01
50	Metrodata Electronic Tbk. Sukuk Ijarah I Tahun 2008	SIKMTDL01
51	Mayora Indah Tbk. III Tahun 2008	MYOR03
52	Mayora Indah Tbk. Sukuk Mudharabah I Tahun 2008	SMKMYOR01
53	Bank OCBC NISP Tbk. Subordinasi II Tahun 2008	NISP02
54	Oto Multiartha V Tahun 2007 Seri B	OTMA05B
55	Panin Sekuritas Tbk. III Tahun 2007	PANS03
56	Pindo Deli Pulp Paper Mills I Tahun 1997 Seri B	PL02A
57	Pindo Deli Pulp Paper Mills I Tahun 1997 Seri A	PL02B
58	Pembangunan Jaya Ancol Tbk. I Tahun 2007 Seri A	PJAA01
59	Pam Lyonnaise Jaya I Tahun 2005 Seri C	PLJA01C
60	Pam Lyonnaise Jaya I Tahun 2005 Seri D	PLJA01D
61	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri A	PNBN02A
62	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri B	PNBN02B
63	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri C	PNBN02C
64	Bank Panin Indonesia Tbk. Subordinasi II Tahun 2008	PNBN03
65	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri A	PPGD09AXBFTW
66	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri B	PPGD09BXBFTW
67	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri C	PPGD09CXBFTW
68	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri D	PPGD09DXBFTW
69	Perum Pegadaian X Tahun 2003 Seri A	PPGD10AXBFTW
70	Perum Pegadaian X Tahun 2003 Seri B	PPGD10BXBFTW
71	Perum Pegadaian XI Tahun 2006 Seri A	PPGD11A
72	Perum Pegadaian XI Tahun 2006 Seri B	PPGD11B
73	Perum Pegadaian XII Tahun 2007 Seri A	PPGD12A
74	Perum Pegadaian XII Tahun 2007 Seri B	PPGD12B
75	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VII Tahun 2004	PPLN07
76	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VIII Tahun 2006 Seri A	PPLN08A
77	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VIII Tahun 2006 Seri B	PPLN08B

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE OBLOGASI
78	Perusahaan Listrik Negara (Persero) Syariah Ijarah I Tahun 2006	PPLN08C
79	Perusahaan Listrik Negara (Persero) XI Tahun 2007 Seri A	PPLN09A
80	Perusahaan Listrik Negara (Persero) XI Tahun 2007 Seri B	PPLN09B
81	Perusahaan Listrik Negara (Persero) Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	SIKKPPLN01
82	Perkebunan Nusantara III (Persero) I Tahun 2003 Seri A	PTPN01ABFTW
83	Perkebunan Nusantara III (Persero) I Tahun 2003 Seri B	PTPN01BBXBVTW
84	Perkebunan Nusantara III (Persero) II Tahun 2004 Seri B	PTPN02B
85	Perkebunan Nusantara III (Persero) II Tahun 2004 Seri C	PTPN02C
86	Perkebunan Nusantara V (Persero) I Tahun 2003 Seri A	PTPV01AXBFTW
87	CSM Corporatama (QQ. Indorent) I Tahun 2004 Seri B	RENT01B
88	CSM Corporatama (QQ. Indorent) Syariah Ijarah I Tahun 2004	RENT01C
89	Ricky Putra Globalindo Tbk. Syariah Ijarah I Tahun 2005	RICY02
90	Bentoel Internasional Investama Tbk. I Tahun 2007	RMBA01
91	Radiant Utama Interinsco Tbk. I Tahun 2007	RUIS01
92	Semen Baturaja (Persero) I Tahun 2004	SBTR01
93	Surya Citra Televisi II Tahun 2007	SCTV02
94	Summarecon Agung Tbk. II Tahun 2008	SMRA02
95	Summarecon Agung Tbk. Sukuk Ijarah I Tahun 2008	SIKSMRA01
96	Summit Oto Finance II Tahun 2007 Seri B	SOFN02B
97	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. I Tahun 1996 Seri A	TKIM02A
98	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. I Tahun 1996 Seri B	TKIM02B
99	Trimegah Securities Tbk. I Tahun 2004	TRIM01
100	Trimegah Securities Tbk. II Tahun 2007 Seri B	TRIM02B
101	Trimegah Securities Tbk. II Tahun 2007 Seri C	TRIM02C
102	Truba Jaya Endineering I Tahun 2007	TRJE01
103	Tunas Financindo Sarana IV Tahun 2007 Seri C	TUFIO4C
104	Tunas Financindo Sarana V Tahun 2008 Seri C	TUFIO5C
105	Tunas Financindo Sarana V Tahun 2008 Seri D	TUFIO5D
106	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. III Tahun 2006 Seri C	WOMF03C
107	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri A	WOMF04A
108	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri B	WOMF04B
109	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri C	WOMF04C

*Sumber: Indonesia Bond Market Directory 2009, diolah*

**LAMPIRAN B**  
**Daftar Perusahaan Sampel Penelitian Setelah Mengeluarkan Outlier**

<b>NO</b>	<b>NAMA PERUSAHAAN</b>	<b>KODE OBLOGASI</b>
1	Adira Dinamika Multifinance Tbk II Tahun 2006 Seri B	ADMF02B
2	Adhi Karya (Persero)Tbk. Sukuk Mudharabah I Tahun 2007	SMKADHI01
3	Duta Pertiwi Tbk. V Tahun 2007	DUTI05
4	Bakrieland Development Tbk. Tahun 2008 Seri B	ELTY01A
5	Bakrieland Development Tbk. Tahun 2008 Seri A	ELTY01B
6	Excelcomindo Pratama Tbk. II Tahun 2007	EXCL02
7	Federal Internaational Finance VII Tahun 2007 Seri C	FIFA07C
8	Federal Internaational Finance VII Tahun 2007 Seri D	FIFA07D
9	Federal Internaational Finance VIII Tahun 2008 Seri B	FIFA08B
10	Federal Internaational Finance VIII Tahun 2008 Seri C	FIFA08C
11	Mobile Telecom Tbk. I Tahun 2007	FREN01
12	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. I Tahun 2004 Seri B	HITS01B
13	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. Syari'ah Ijarah I Tahun 2004	HITS01C
14	Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. III Tahun 2004	HMSP03
15	Infoasia Teknologi Global Tbk. I Tahun 2004 Seri C	IATG01C
16	Indofood Sukses Makmur Tbk. III Tahun 2004	INDF03
17	Indofood Sukses Makmur Tbk. IV Tahun 2007	INDF04
18	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. I Tahun 1999 Seri A	INKP02A
19	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. I Tahun 1999 Seri B	INKP02B
20	Indosat Tbk. II Tahun 2002 Seri B	ISAT02BXBFTW
21	Indosat Tbk. II Tahun 2003 Seri B	ISAT03BXBFTW
22	Indosat Tbk. IV Tahun 2005	ISAT04A
23	Indosat Tbk. Syariah Ijarah Tahun 2005	ISAT04B
24	Indosat Tbk. V Tahun 2007 Seri A	ISAT05A
25	Indosat Tbk. V Tahun 2007 Seri B	ISAT05B
26	Indosat Tbk. Sukuk Ijarah II Tahun 2007	SIKISAT02
27	Indosat Tbk. VI Tahun 2008 Seri A	ISAT06A
28	Indosat Tbk. VI Tahun 2008 Seri B	ISAT06B
29	Indosat Tbk. Sukuk Ijarah III Tahun 2008	SIKISAT03
30	Japfa Comfeed Indonesia Tbk. I Tahun 2007	JPFA01
31	Jakarta Propertindo I Tahun 2007	JPRO01
32	Jasa Marga (Persero) Tbk. X Tahun 2002 Seri O	JMPD10OXBFTW
33	Jasa Marga (Persero) Tbk. XI Tahun 2003 Seri P	JMPD11OXBFTW
34	Jasa Marga (Persero) Tbk. XII Tahun 2006 Seri Q	JMPD12Q
35	Jasa Marga (Persero) Tbk. XIII Tahun 2006 Seri R	JMPD13R
36	Kresna Graha Sekurindo Tbk. I Tahun 2007 Seri C	KREN01C
37	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry I Tahun 2000 Seri A	LPPI02A

<b>NO</b>	<b>NAMA PERUSAHAAN</b>	<b>KODE OBLOGASI</b>
38	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry I Tahun 2000 Seri B	LPPI02B
39	Lautan Luas Tbk. III Tahun 2008	LTLS03
40	Malindo Feedmill Tbk. I Tahun 2008	MAIN01
41	Bank Mayapada Internasional Tbk. II Tahun 2007 Seri A	MAYA02B
42	Medco Energi Internasional Tbk. I Tahun 2004	MEDC01
43	Bank Mega Tbk. Subordinasi Tahun 2007	MEGA01
44	Metrodata Electronic Tbk. Sukuk Ijarah I Tahun 2008	SIKMTDL01
45	Mayora Indah Tbk. III Tahun 2008	MYOR03
46	Mayora Indah Tbk. Sukuk Mudharabah I Tahun 2008	SMKMYOR01
47	Oto Multiartha V Tahun 2007 Seri B	OTMA05B
48	Panin Sekuritas Tbk. III Tahun 2007	PANS03
49	Pindo Deli Pulp Paper Mills I Tahun 1997 Seri B	PL02A
50	Pindo Deli Pulp Paper Mills I Tahun 1997 Seri A	PL02B
51	Pembangunan Jaya Ancol Tbk. I Tahun 2007 Seri A	PJAA01
52	Pam Lyonnaise Jaya I Tahun 2005 Seri C	PLJA01C
53	Pam Lyonnaise Jaya I Tahun 2005 Seri D	PLJA01D
54	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri A	PNBN02A
55	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri B	PNBN02B
56	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri C	PNBN02C
57	Bank Panin Indonesia Tbk. Subordinasi II Tahun 2008	PNBN03
58	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri A	PPGD09AXBFTW
59	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri B	PPGD09BXBFTW
60	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri D	PPGD09DXBFTW
61	Perum Pegadaian X Tahun 2003 Seri A	PPGD10AXBFTW
62	Perum Pegadaian X Tahun 2003 Seri B	PPGD10BXBFTW
63	Perum Pegadaian XI Tahun 2006 Seri A	PPGD11A
64	Perum Pegadaian XI Tahun 2006 Seri B	PPGD11B
65	Perum Pegadaian XII Tahun 2007 Seri A	PPGD12A
66	Perum Pegadaian XII Tahun 2007 Seri B	PPGD12B
67	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VII Tahun 2004	PPLN07
68	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VIII Tahun 2006 Seri A	PPLN08A
69	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VIII Tahun 2006 Seri B	PPLN08B
70	Perusahaan Listrik Negara (Persero) Syariah Ijarah I Tahun 2006	PPLN08C
71	Perusahaan Listrik Negara (Persero) XI Tahun 2007 Seri A	PPLN09A
72	Perusahaan Listrik Negara (Persero) XI Tahun 2007 Seri B	PPLN09B
73	Perusahaan Listrik Negara (Persero) Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	SIKKPPLN01
74	Perkebunan Nusantara III (Persero) I Tahun 2003 Seri A	PTPN01ABFTW
75	Perkebunan Nusantara III (Persero) I Tahun 2003 Seri B	PTPN01BBXBVTW
76	Perkebunan Nusantara III (Persero) II Tahun 2004 Seri B	PTPN02B
77	Perkebunan Nusantara V (Persero) I Tahun 2003 Seri A	PTPV01AXBFTW

<b>NO</b>	<b>NAMA PERUSAHAAN</b>	<b>KODE OBLOGASI</b>
78	CSM Corporatama (QQ. Indorent) Syariah Ijarah I Tahun 2004	RENT01C
79	Ricky Putra Globalindo Tbk. Syariah Ijarah I Tahun 2005	RICY02
80	Bentoel Internasional Investama Tbk. I Tahun 2007	RMBA01
81	Radiant Utama Interinsco Tbk. I Tahun 2007	RUIS01
82	Semen Baturaja (Persero) I Tahun 2004	SBTR01
83	Surya Citra Televisi II Tahun 2007	SCTV02
84	Summarecon Agung Tbk. II Tahun 2008	SMRA02
85	Summarecon Agung Tbk. Sukuk Ijarah I Tahun 2008	SIKSMRA01
86	Summit Oto Finance II Tahun 2007 Seri B	SOFN02B
87	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. I Tahun 1996 Seri A	TKIM02A
88	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. I Tahun 1996 Seri B	TKIM02B
89	Trimegah Securities Tbk. I Tahun 2004	TRIM01
90	Trimegah Securities Tbk. II Tahun 2007 Seri B	TRIM02B
91	Trimegah Securities Tbk. II Tahun 2007 Seri C	TRIM02C
92	Truba Jaya Endineering I Tahun 2007	TRJE01
93	Tunas Financindo Sarana IV Tahun 2007 Seri C	TUFI04C
94	Tunas Financindo Sarana V Tahun 2008 Seri C	TUFI05C
95	Tunas Financindo Sarana V Tahun 2008 Seri D	TUFI05D
96	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. III Tahun 2006 Seri C	WOMF03C
97	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri A	WOMF04A
98	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri C	WOMF04C

*Sumber: Indonesia Bond Market Directory 2009, diolah*

**LAMPIRAN C**  
**Tabel Induk Penelitian**

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE OBLOGASI	LIKUIDITAS	UMUR	UKURAN	KAPITALISASI	RATING	BID-ASK
1	Adira Dinamika Multifinance Tbk II Tahun 2006 Seri B	ADMF02B	0,444	4	8	17,954	9	0,123
2	Apexindo Pratama Duta Tbk. I Tahun 2005	APEX01A	13,471	5	9	19,407	8	1,189
3	Apexindo Pratama Duta Tbk. Syariah Ijarah I Tahun 2005	APEX01B	2,292	5	9	19,079	8	0,307
4	Adhi Karya (Persero)Tbk. IV Tahun 2005	ADHI04	1,867	5	8	18,574	8	0,895
5	Adhi Karya (Persero)Tbk. Sukuk Mudharabah I Tahun 2007	SMKADHI01	0,640	5	8	18,097	8	0,005
6	Duta Pertiwi Tbk. V Tahun 2007	DUTI05	1,064	5	9	20,398	7	1,344
7	Bakrieland Development Tbk. Tahun 2008 Seri B	ELTY01A	0,650	3	9	20,041	7	0,842
8	Bakrieland Development Tbk. Tahun 2008 Seri A	ELTY01B	0,154	5	8	19,447	7	4,833
9	Excelcomindo Pratama Tbk. II Tahun 2007	EXCL02	0,381	5	8	20,176	9	2,302
10	Federal Internaational Finance VII Tahun 2007 Seri C	FIFA07C	0,500	3	9	20,477	9	0,350
11	Federal Internaational Finance VII Tahun 2007 Seri D	FIFA07D	1,240	4	9	20,544	9	1,001
12	Federal Internaational Finance VIII Tahun 2008 Seri B	FIFA08B	0,053	2	9	20,279	9	0,000
13	Federal Internaational Finance VIII Tahun 2008 Seri C	FIFA08C	0,022	3	9	20,556	9	0,060
14	Mobile Telecom Tbk. I Tahun 2007	FREN01	0,492	5	8	19,829	7	0,807
15	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. I Tahun 2004 Seri B	HITS01B	0,795	5	8	18,605	8	0,816
16	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. Syari'ah Ijarah I Tahun 2004	HITS01C	0,467	5	8	18,663	8	0,872
17	Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. III Tahun 2004	HMSP03	0,382	5	8	20,000	10	0,622
18	Infoasia Teknologi Global Tbk. I Tahun 2004 Seri B	IATG01B	2,800	5	8	18,000	9	0,832
19	Infoasia Teknologi Global Tbk. I Tahun 2004 Seri C	IATG01C	0,308	5	8	18,813	9	1,762
20	Indofood Sukses Makmur Tbk. III Tahun 2004	INDF03	1,200	5	8	19,989	9	0,670
21	Indofood Sukses Makmur Tbk. IV Tahun 2007	INDF04	0,540	5	8	20,301	9	1,681
22	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. I Tahun 1999 Seri A	INKP02A	0,330	10	9	20,411	1	9,447
23	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. I Tahun 1999 Seri B	INKP02B	0,324	13	9	20,699	1	9,457
24	Indosat Tbk. II Tahun 2002 Seri B	ISAT02BXBFTW	0,235	30	8	19,301	9	0,264
25	Indosat Tbk. II Tahun 2003 Seri B	ISAT03BXBFTW	0,481	7	8	19,806	9	0,854



NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE OBLOGASI	LIKUIDITAS	UMUR	UKURAN	KAPITALISASI	RATING	BID-ASK
26	Indosat Tbk. IV Tahun 2005	ISAT04A	0,174	6	8	19,911	9	1,153
27	Indosat Tbk. Syariah Ijarah Tahun 2005	ISAT04B	0,119	6	8	19,455	9	1,266
28	Indosat Tbk. V Tahun 2007 Seri A	ISAT05A	0,753	7	8	20,090	9	2,077
29	Indosat Tbk. V Tahun 2007 Seri B	ISAT05B	0,649	10	8	20,137	9	2,717
30	Indosat Tbk. Sukuk Ijarah II Tahun 2007	SIKISAT02	0,165	7	8	19,602	9	1,605
31	Indosat Tbk. VI Tahun 2008 Seri A	ISAT06A	0,243	7	8	19,881	9	1,767
32	Indosat Tbk. VI Tahun 2008 Seri B	ISAT06B	0,069	10	8	19,505	9	0,000
33	Indosat Tbk. Sukuk Ijarah III Tahun 2008	SIKISAT03	0,205	7	8	19,756	9	2,664
34	Japfa Comfeed Indonesia Tbk. I Tahun 2007	JPFA01	0,054	5	9	20,699	7	2,008
35	Jakarta Propertindo I Tahun 2007	JPRO01	1,305	5	9	20,301	9	2,887
36	Jasa Marga (Persero) Tbk. X Tahun 2002 Seri O	JMPD10OXBFTW	0,489	8	9	20,512	9	1,157
37	Jasa Marga (Persero) Tbk. XI Tahun 2003 Seri P	JMPD11OXBFTW	0,398	10	9	20,699	9	1,590
38	Jasa Marga (Persero) Tbk. XII Tahun 2006 Seri Q	JMPD12Q	0,167	10	9	20,699	9	3,819
39	Jasa Marga (Persero) Tbk. XIII Tahun 2006 Seri R	JMPD13R	0,180	10	9	20,875	9	4,238
40	Kresna Graha Sekurindo Tbk. I Tahun 2007 Seri C	KREN01C	0,053	3	8	18,875	10	0,102
41	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry I Tahun 2000 Seri A	LPPI02A	0,028	10	12	23,512	1	0,907
42	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry I Tahun 2000 Seri B	LPPI02B	0,240	13	12	22,699	1	0,193
43	Lautan Luas Tbk. III Tahun 2008	LTLS03	0,279	5	8	20,097	8	2,217
44	Malindo Feedmill Tbk. I Tahun 2008	MAIN01	0,613	5	8	19,477	8	0,130
45	Bank Mayapada Internasional Tbk. Subordinasi I Tahun 2005	MAYA01B	0,374	10	9	19,357	9	0,832
46	Bank Mayapada Internasional Tbk. II Tahun 2007 Seri B	MAYA02A	1,700	3	8	18,699	9	0,277
47	Bank Mayapada Internasional Tbk. II Tahun 2007 Seri A	MAYA02B	0,040	5	9	20,176	9	0,173
48	Medco Energi Internasional Tbk. I Tahun 2004	MEDC01	1,096	5	8	20,130	9	0,785
49	Bank Mega Tbk. Subordinasi Tahun 2007	MEGA01	0,290	10	9	20,699	8	0,964
50	Metrodata Electronic Tbk. Sukuk Ijarah I Tahun 2008	SIKMTDL01	0,022	5	8	18,653	10	0,010
51	Mayora Indah Tbk. III Tahun 2008	MYOR03	0,020	5	9	19,699	8	0,000
52	Mayora Indah Tbk. Sukuk Mudharabah I Tahun 2008	SMKMYOR01	0,130	5	9	20,000	8	0,318
53	Bank OCBC NISP Tbk. Subordinasi II Tahun 2008	NISP02	1,603	10	8	19,875	8	1,019
54	Oto Multiartha V Tahun 2007 Seri B	OTMA05B	1,130	3	9	20,699	8	2,035

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE OBLOGASI	LIKUIDITAS	UMUR	UKURAN	KAPITALISASI	RATING	BID-ASK
55	Panin Sekuritas Tbk. III Tahun 2007	PANS03	0,150	5	8	19,699	8	0,089
56	Pindo Deli Pulp Paper Mills I Tahun 1997 Seri B	PL02A	0,176	10	9	19,407	1	1,924
57	Pindo Deli Pulp Paper Mills I Tahun 1997 Seri A	PL02B	0,750	13	9	19,699	1	1,408
58	Pembangunan Jaya Ancol Tbk. I Tahun 2007 Seri A	PJAA01	0,163	3	9	19,602	8	0,663
59	Pam Lyonnaise Jaya I Tahun 2005 Seri C	PLJA01C	0,785	5	12	23,000	8	0,879
60	Pam Lyonnaise Jaya I Tahun 2005 Seri D	PLJA01D	0,280	7	12	22,699	8	0,860
61	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri A	PNBN02A	0,200	3	8	18,699	10	1,018
62	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri B	PNBN02B	0,844	5	8	20,146	10	2,522
63	Bank Panin Indonesia Tbk. II Tahun 2007 Seri C	PNBN02C	0,265	7	8	19,301	10	1,541
64	Bank Panin Indonesia Tbk. Subordinasi II Tahun 2008	PNBN03	0,343	5	8	20,176	8	1,489
65	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri A	PPGD09AXBFTW	0,062	8	10	21,324	9	0,253
66	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri B	PPGD09BXBFTW	0,184	8	10	20,337	9	0,000
67	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri C	PPGD09CXBFTW	3,500	8	10	19,301	9	0,028
68	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri D	PPGD09DXBFTW	0,207	8	10	20,638	9	0,690
69	Perum Pegadaian X Tahun 2003 Seri A	PPGD10AXBFTW	0,651	8	10	21,527	9	0,835
70	Perum Pegadaian X Tahun 2003 Seri B	PPGD10BXBFTW	0,220	15	10	20,803	9	1,735
71	Perum Pegadaian XI Tahun 2006 Seri A	PPGD11A	0,325	10	10	21,602	9	1,042
72	Perum Pegadaian XI Tahun 2006 Seri B	PPGD11B	0,100	10	10	21,000	9	0,000
73	Perum Pegadaian XII Tahun 2007 Seri A	PPGD12A	0,189	10	10	21,568	9	1,803
74	Perum Pegadaian XII Tahun 2007 Seri B	PPGD12B	0,009	10	10	21,362	9	0,000
75	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VII Tahun 2004	PPLN07	0,217	10	12	24,176	10	1,354
76	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VIII Tahun 2006 Seri A	PPLN08A	0,491	10	12	24,126	8	5,048
77	Perusahaan Listrik Negara (Persero) VIII Tahun 2006 Seri B	PPLN08B	0,067	15	12	23,937	8	2,205
78	Perusahaan Listrik Negara (Persero) Syariah Ijarah I Tahun 2006	PPLN08C	0,240	10	12	23,301	8	1,109
79	Perusahaan Listrik Negara (Persero) XI Tahun 2007 Seri A	PPLN09A	0,187	10	12	24,176	10	2,673
80	Perusahaan Listrik Negara (Persero) XI Tahun 2007 Seri B	PPLN09B	0,108	15	12	24,079	10	0,182
81	Perusahaan Listrik Negara (Persero) Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	SIKKPPLN01	0,057	10	12	23,477	10	2,184
82	Perkebunan Nusantara III (Persero) I Tahun 2003 Seri A	PTPN01ABFTW	0,700	7	12	23,146	9	1,162
83	Perkebunan Nusantara III (Persero) I Tahun 2003 Seri B	PTPN01BBXBVTW	0,200	7	12	22,000	9	0,750

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE OBLOGASI	LIKUIDITAS	UMUR	UKURAN	KAPITALISASI	RATING	BID-ASK
84	Perkebunan Nusantara III (Persero) II Tahun 2004 Seri B	PTPN02B	0,611	5	12	22,954	9	1,377
85	Perkebunan Nusantara III (Persero) II Tahun 2004 Seri C	PTPN02C	2,971	7	12	22,544	9	0,835
86	Perkebunan Nusantara V (Persero) I Tahun 2003 Seri A	PTPV01AXBFTW	0,514	7	12	23,468	8	0,381
87	CSM Corporatama (QQ. Indorent) I Tahun 2004 Seri B	RENT01B	2,110	4	12	23,000	8	2,981
88	CSM Corporatama (QQ. Indorent) Syariah Ijarah I Tahun 2004	RENT01C	0,890	4	12	23,000	8	3,449
89	Ricky Putra Globalindo Tbk. Syariah Ijarah I Tahun 2005	RICY02	0,315	5	9	19,480	9	1,179
90	Bentoel Internasional Investama Tbk. I Tahun 2007	RMBA01	0,420	5	8	19,829	8	0,815
91	Radiant Utama Interinsco Tbk. I Tahun 2007	RUIS01	0,270	4	8	19,000	10	1,077
92	Semen Baturaja (Persero) I Tahun 2004	SBTR01	0,827	6	9	20,041	10	1,033
93	Surya Citra Televisi II Tahun 2007	SCTV02	0,362	5	9	20,760	8	1,836
94	Summarecon Agung Tbk. II Tahun 2008	SMRA02	0,460	5	8	19,000	8	1,208
95	Summarecon Agung Tbk. Sukuk Ijarah I Tahun 2008	SIKSMRA01	1,305	5	8	19,301	8	4,091
96	Summit Oto Finance II Tahun 2007 Seri B	SOFN02B	0,212	3	12	23,243	10	0,197
97	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. I Tahun 1996 Seri A	TKIM02A	0,039	10	9	19,711	7	0,009
98	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. I Tahun 1996 Seri B	TKIM02B	0,140	13	9	20,000	7	2,714
99	Trimegah Securities Tbk. I Tahun 2004	TRIM01	0,266	5	8	18,315	8	0,088
100	Trimegah Securities Tbk. II Tahun 2007 Seri B	TRIM02B	0,760	2	8	18,398	8	0,355
101	Trimegah Securities Tbk. II Tahun 2007 Seri C	TRIM02C	1,193	3	8	18,875	8	9,280
102	Truba Jaya Endineering I Tahun 2007	TRJE01	0,740	2,5	8	19,301	7	2,283
103	Tunas Financindo Sarana IV Tahun 2007 Seri C	TUFI04C	0,726	3	9	20,243	8	0,857
104	Tunas Financindo Sarana V Tahun 2008 Seri C	TUFI05C	0,240	3	9	19,097	8	0,000
105	Tunas Financindo Sarana V Tahun 2008 Seri D	TUFI05D	0,149	4	9	19,942	8	0,022
106	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. III Tahun 2006 Seri C	WOMF03C	0,975	4	8	19,204	8	0,673
107	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri A	WOMF04A	0,564	3	8	19,352	8	1,415
108	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri B	WOMF04B	1,930	4	8	19,267	8	4,490
109	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk. IV Tahun 2007 Seri C	WOMF04C	1,288	4,5	8	19,771	8	2,436

**LAMPIRAN D**  
**Hasil Pengolahan Data Dengan SPSS 17.0**

**Descriptives**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UMUR	109	2	30	6.76	3.792
UKURAN	109	8	12	9.11	1.449
KAPITALISASI	109	17.954	24.176	20.41856	1.539720
RATING	109	1	10	8.18	1.911
BID-ASK	109	.000	9.457	1.47497	1.745743
LIKUIDITAS	109	.009	13.471	.69418	1.391495
Valid N (listwise)	109				

**Regression**

Variables Entered/Removed			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI <sup>a</sup>		. Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.279 <sup>a</sup>	.078	.033	1.368289

a. Predictors: (Constant), BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI

b. Dependent Variable: LIKUIDITAS

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	16.278	5	3.256	1.739	.132 <sup>a</sup>
	Residual	192.838	103	1.872		
	Total	209.116	108			

a. Predictors: (Constant), BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI

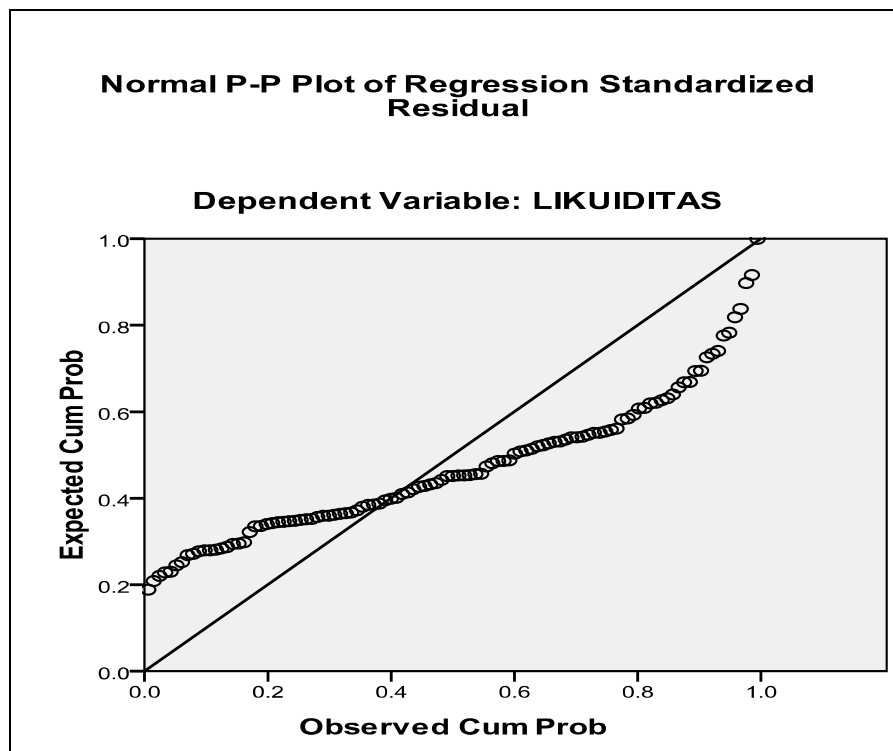
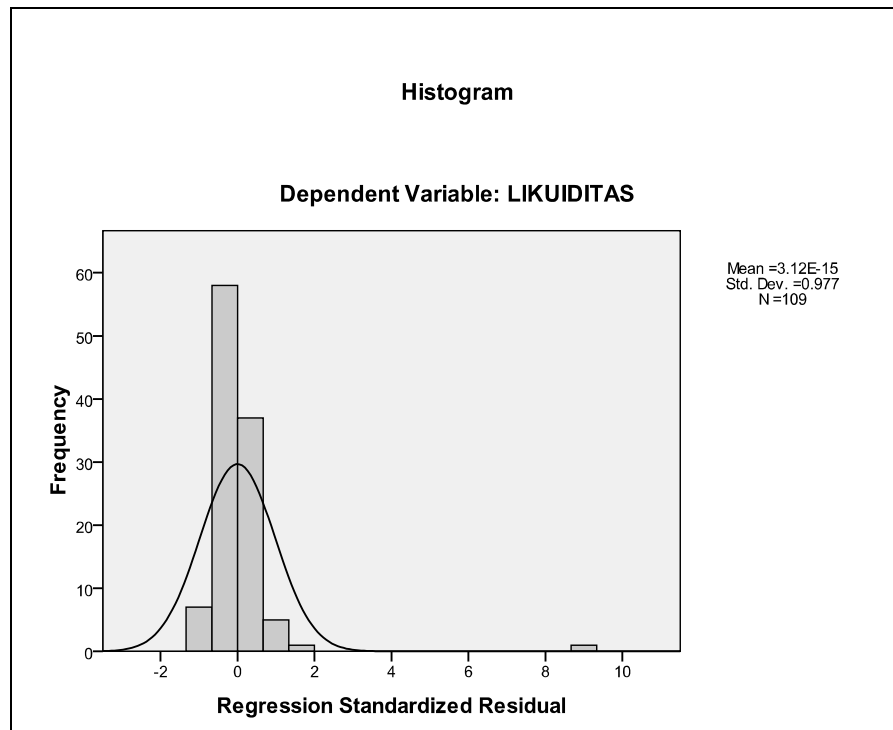
b. Dependent Variable: LIKUIDITAS

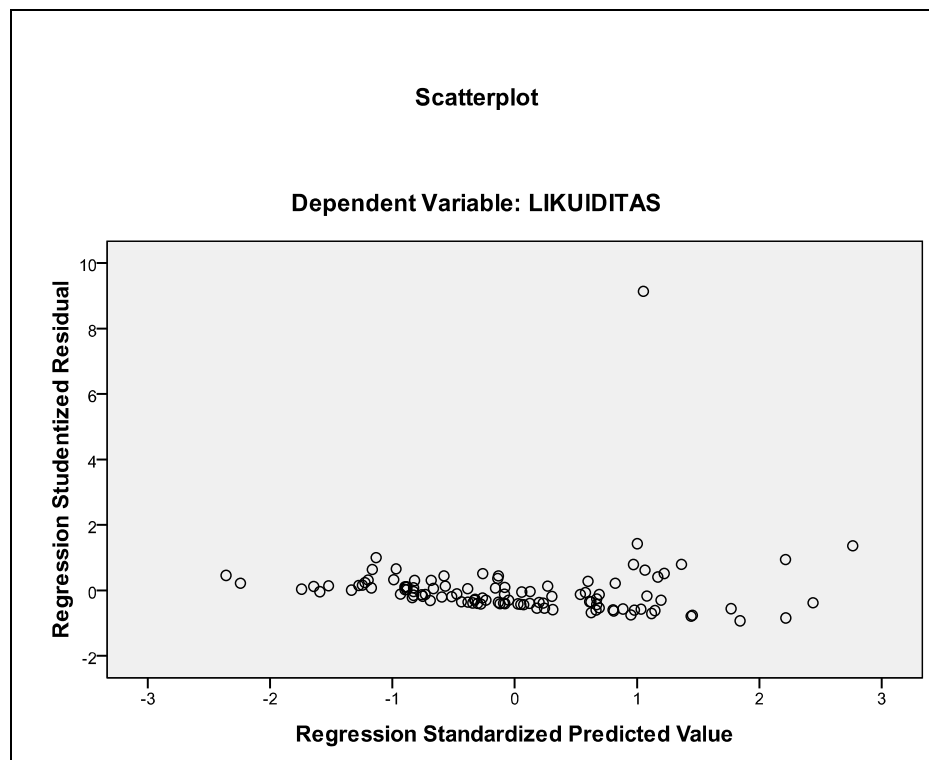
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	7.583	2.802		2.707	.008		
UMUR	-.037	.038	-.101	-.984	.327	.852	1.174
UKURAN	.598	.254	.623	2.360	.020	.128	7.789
KAPITALISASI	-.614	.242	-.680	-2.540	.013	.125	7.994
RATING	.039	.077	.053	.501	.618	.800	1.250
BID-ASK	.091	.085	.114	1.066	.289	.780	1.282

a. Dependent Variable: LIKUIDITAS

## Charts





## NPar Tests

### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		109
Normal Parameters <sup>a, b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.33624078
Most Extreme Differences	Absolute	.219
	Positive	.219
	Negative	-.199
Kolmogorov-Smirnov Z		2.290
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

**LAMPIRAN E**  
**Hasil Pengolahan Data Dengan SPSS 17.0 Setelah Mengeluarkan Outlier**

**Descriptives**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UMUR	98	2	30	6.85	3.917
UKURAN	98	8	12	9.11	1.446
KAPITALISASI	98	17.954	24.176	20.49510	1.523900
RATING	98	1	10	8.15	2.007
BID-ASK	98	.000	9.457	1.50089	1.790476
LIKUIDITAS	98	.009	1.305	.41886	.345201
Valid N (listwise)	98				

**Regression**

Variables Entered/Removed			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.419 <sup>a</sup>	.176	.131	.321831

a. Predictors: (Constant), BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI

b. Dependent Variable: LIKUIDITAS



**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.030	5	.406	3.920	.003 <sup>a</sup>
	Residual	9.529	92	.104		
	Total	11.559	97			

a. Predictors: (Constant), BID-ASK, UKURAN, UMUR, RATING, KAPITALISASI

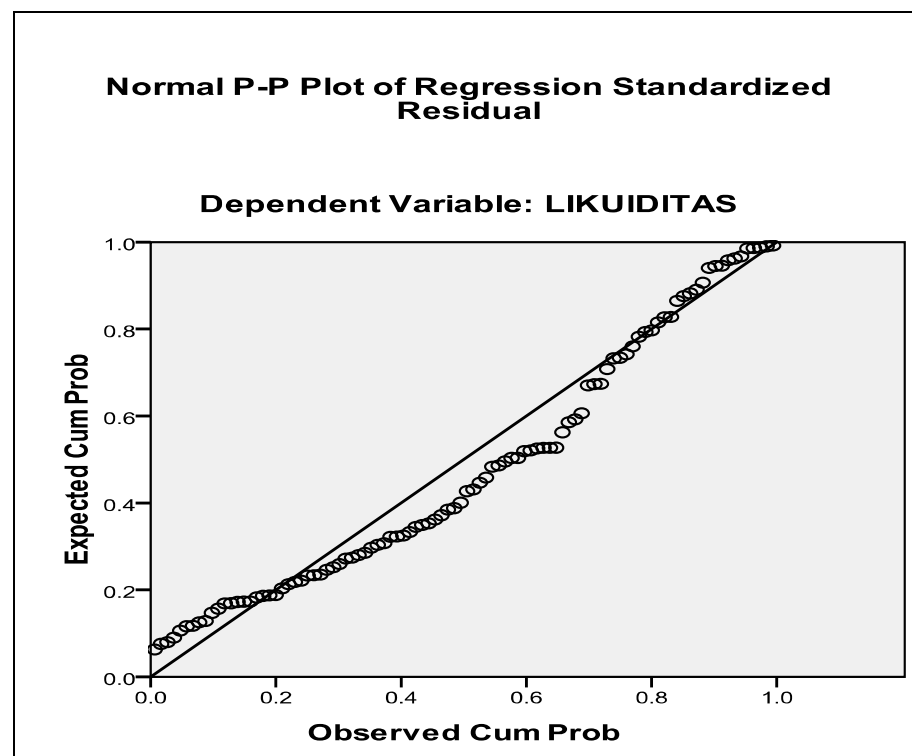
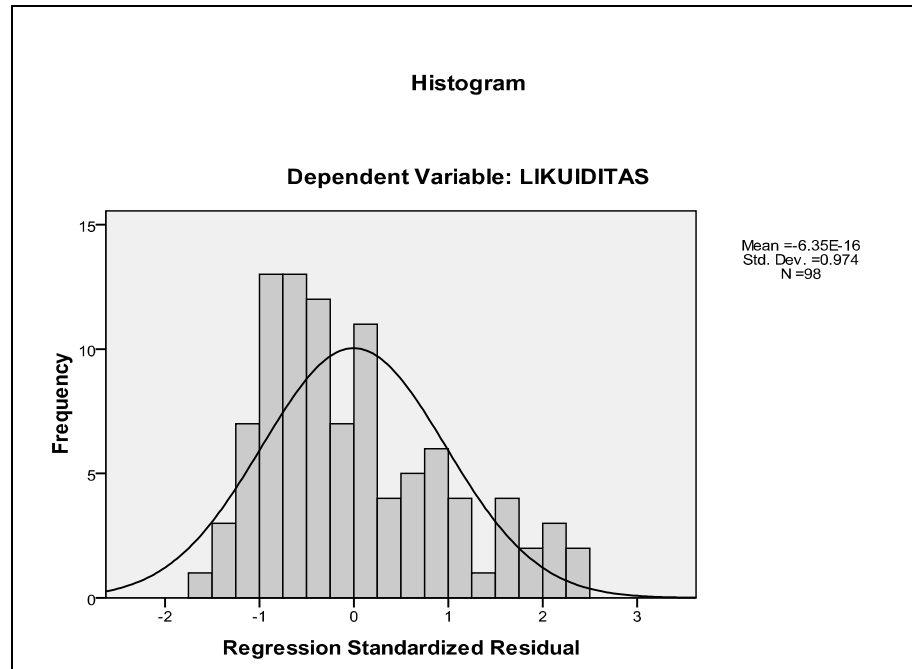
b. Dependent Variable: LIKUIDITAS

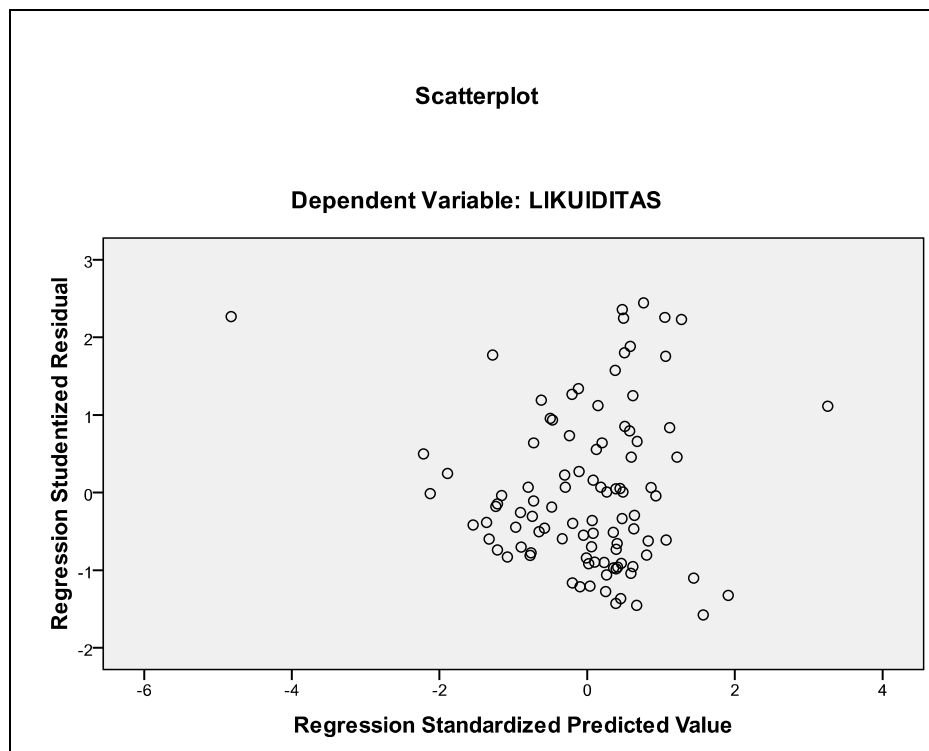
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.065	.761		.085	.933		
UMUR	-.028	.009	-.322	-3.119	.002	.839	1.192
UKURAN	-.078	.070	-.326	-1.115	.268	.105	9.522
KAPITALISASI	.059	.067	.258	.877	.383	.103	9.696
RATING	-.001	.018	-.007	-.062	.951	.777	1.286
BID-ASK	.045	.021	.231	2.152	.034	.775	1.290

a. Dependent Variable: LIKUIDITAS

## Charts





## NPar Tests

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		98
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.31342651
Most Extreme Differences	Absolute	.125
	Positive	.125
	Negative	-.060
Kolmogorov-Smirnov Z		1.239
Asymp. Sig. (2-tailed)		.093

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.